

Znalecký posudek č. 006-02/2018

**Odhad hodnoty podniku společnosti
PAVUS, a.s.**

a

**odhad ceny předmětu dražby
ve smyslu § 13 odst. 1 zákona č. 26/2000 Sb., o veřejných dražbách**

Zpracovatel	Karel Potměšil znalec pro obor Ekonomika, odvětví Ceny a odhady, specializace Podniky jmenovaný Krajským soudem v Ostravě
Zadavatel	PAVUS, a.s. Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174
Účel ocenění	Nezávislý odhad tržní hodnoty podniku společnosti PAVUS, a.s. a podílu na základním kapitálu vyjádřeného 1 989 kusy kmenových akcií, resp. jedné kmenové akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.
Datum ocenění	31. 7. 2018
Datum zpracování	15. 10. 2018
Počet vyhotovení	Posudek je vyhotoven celkem ve třech výtiscích, z nichž dva (č. 1 – č. 2) se předávají zadavateli, výtisk č. 3 je uložen v archivu zpracovatele.
Počet stran posudku	Posudek obsahuje celkem 205 stran včetně příloh.
Výtisk	č. 1

Osnova

1. Nález	5
1.1. Podklady pro zpracování	5
1.1.1. Podklady oceňované společností veřejně dostupné	5
1.1.2. Podklady poskytnuté zadavatelem	5
1.1.3. Literatura	5
1.1.4. Tuzemské veřejné instituce a databáze	6
1.1.5. Ostatní databáze	7
1.1.6. Legislativa	7
1.2. Zadání a struktura posudku	7
1.2.1. Účel ocenění (znalecký úkol)	7
1.2.2. Předmět ocenění	7
1.2.3. Rozhodné datum ocenění	8
1.2.4. Zadavatel	8
1.2.5. Zpracovatel	8
1.2.6. Kategorie hodnoty	8
1.2.7. Výsledek ocenění	8
1.2.8. Datum vyhotovení posudku	9
1.2.9. Prohlášení zpracovatele	9
1.3. Metody oceňování, kategorie hodnoty	9
1.3.1. Majetkové metody	10
1.3.1.1. Likvidační hodnota	10
1.3.1.2. Účetní hodnota	11
1.3.1.3. Substanční hodnota	11
1.3.2. Tržní metody	11
1.3.2.1. Metoda tržní kapitalizace	11
1.3.2.2. Metoda srovnatelných podniků	11
1.3.2.3. Metoda srovnatelných transakcí	12
1.3.3. Výnosové metody	12
1.3.3.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků	12
1.3.3.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	12
1.3.3.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty	13
1.3.4. Standardy hodnoty dle IVS 2017	13
1.3.4.1. Tržní hodnota	13
1.3.4.2. Spravedlivá hodnota	14
1.3.4.3. Investiční hodnota	14
1.3.4.4. Likvidační hodnota	14
1.3.4.5. Synergická hodnota	14
1.3.5. Jiné standardy hodnoty	15
1.3.5.1. Objektivizovaná hodnota	15
1.3.5.2. Obvyklá cena	15
1.4. Společnost, identifikace a základní údaje	15
1.4.1. Identifikační a kontaktní údaje	16
1.4.2. Stanovy společnosti – vybrané body	16
1.4.2.1. Převoditelnost akcií	16
1.4.2.2. Valná hromada	16
1.4.2.3. Jiné	17
1.4.3. Předmět podnikání	17
1.4.3.1. Předmět podnikání a činnosti dle Obchodního rejstříku	17
1.4.3.2. Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE	17
1.4.3.3. Živnostenská oprávnění	17
1.4.4. Údaje z registru plátců DPH	18
1.4.5. Vlastnická struktura	18
1.4.6. Koncern	19
1.4.7. Propojené osoby	19
1.4.8. Řídící struktura	20
1.4.8.1. Statutární orgán	20
1.4.8.2. Dozorčí rada	20

1.4.9. Historie společnosti	21
1.4.10. Soudní spory	21
1.4.11. Organizační struktura	21
1.4.12. Činnost společnosti	22
1.4.13. Průmyslová práva	23
1.4.14. Základní finanční výsledky	24
1.5. Strategická analýza.....	25
1.5.1. Vývoj ekonomiky České republiky.....	26
1.5.2. Odhad makroekonomického vývoje ČR.....	27
1.5.2.1. Vývoj ekonomiky z pohledu MFČR.....	27
1.5.2.2. Makroekonomický výhled – kolokvium MF	29
1.5.3. Výhled ekonomiky Eurozóny a Evropské unie.....	31
1.5.4. Dlouhodobě očekávaná inflace	33
1.5.5. Zaměření společnosti	35
1.5.6. Státní kontrola trhu	39
1.5.7. Konkurenční společnosti.....	40
1.5.8. Velikost trhu a tržní pozice	42
1.5.9. Hodnocení vnějšího potenciálu	44
1.5.10. Hodnocení vnitřního potenciálu.....	46
1.5.10.1. Finanční situace.....	46
1.5.10.2. Řízení společnosti	46
1.5.10.3. Personální otázky	47
1.5.10.4. Inovace	47
1.5.10.5. Investice.....	48
1.5.10.6. Přímé faktory konkurenční síly	48
1.5.10.7. Celkové hodnocení konkurenční síly.....	49
1.5.11. Konečné hodnocení perspektivnosti podniku	49
1.6. Finanční analýza.....	50
1.6.1. Uplatňovaná účetní pravidla.....	50
1.6.1.1. Dlouhodobý majetek	51
1.6.1.2. Zásoby	51
1.6.1.3. Pohledávky	51
1.6.1.4. Rezervy.....	51
1.6.1.5. Závazky	51
1.6.1.6. Leasing	51
1.6.1.7. Vlastní kapitál	52
1.6.2. Analýza účetních výkazů.....	52
1.6.2.1. Analýza rozvahy – bilanční suma	52
1.6.2.2. Analýza rozvahy – objem a struktura aktiv	52
1.6.2.3. Analýza rozvahy – struktura pasiv.....	54
1.6.2.4. Analýza výkazu zisků a ztrát	55
1.6.2.5. Analýza výkazu peněžních toků	57
1.6.3. Analýza poměrových ukazatelů	58
1.6.3.1. Grafy srovnávající společnost s konkurencí	58
1.6.3.2. Finanční stabilita – krátkodobá likvidita	58
1.6.3.3. Finanční stabilita – dlouhodobá finanční rovnováha	60
1.6.3.4. Výnosnost – rentabilita	62
1.6.3.5. Výnosnost – aktivita	63
1.6.3.6. Výnosnost – produktivita práce	65
1.6.4. Závěr finanční analýzy	67
1.7. Úprava účetních výkazů, neprovozní položky	68
1.7.1. Vyřazování a prodej nepotřebného majetku	69
1.7.2. Rezervy	69
1.7.3. Neprovozní aktiva – krátkodobý finanční majetek	69
1.7.4. Neprovozní aktiva – ostatní.....	70
1.7.5. Konečné vymezení neprovozních aktiv	70
1.7.6. Provozně nutný investovaný kapitál.....	71
1.7.7. Korigovaný provozní výsledek hospodaření	72
1.7.8. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu	73
1.8. Sestavení finančního plánu.....	73

1.8.1. Analýza a prognóza generátorů hodnoty	73
1.8.2. Tržby	73
1.8.3. Provozní zisková marže	74
1.8.3.1. Provozní zisková marže shora	75
1.8.3.2. Provozní zisková marže zdola	76
1.8.4. Upravený pracovní kapitál	76
1.8.5. Investice do dlouhodobého majetku	78
1.8.5.1. Plán investic	78
1.8.5.2. Globální přístup	79
1.8.5.3. Model odpisů, investice netto	80
1.8.6. Plán financování	80
1.8.7. Sestavení komplexního finančního plánu	81
1.8.8. Finanční analýza plánovaných ukazatelů	82
1.8.8.1. Finanční stabilita	82
1.8.8.2. Výnosnost	82
1.8.8.3. Provozně nutný investovaný kapitál	83
1.8.9. Závěr finančního plánu	84
2. Posudek	85
2.1. Ocenění podniku	85
2.1.1. Volba metod ocenění	85
2.1.2. Náklady kapitálu pro výnosové ocenění – výběr dat	85
2.1.2.1. Náklady vlastního kapitálu	85
2.1.2.2. Náklady cizího kapitálu	87
2.1.2.3. Náklady daňových štítů	88
2.1.3. Metoda DCF	89
2.1.3.1. Náklady kapitálu pro metodu DCF	89
2.1.3.2. Volné peněžní toky	89
2.1.3.3. Parametry pokračující hodnoty	90
2.1.3.4. Ocenění metodou DCF	91
2.1.4. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	91
2.1.4.1. Úprava čistých výnosů oceňované společnosti	92
2.1.4.2. Ocenění podniku společnosti metodou KČV	93
2.1.5. Metoda srovnatelných podniků	94
2.1.5.1. Ocenění dle pětiletých průměrů násobitelů	95
2.1.5.2. Ocenění dle průměrů násobitelů za rok 2017	97
2.1.5.3. Výsledné ocenění metodou srovnatelných podniků	99
2.1.6. Metoda účetní	99
2.2. Ocenění podílu na základním kapitálu	99
2.2.1. Oceňování minoritního podílu	99
2.2.2. Minoritní podíl v oceňované společnosti	102
2.3. Ocenění jedné kmenové akcie	102
2.4. Rekapitulace výsledků, volba metody ocenění	103
2.4. Závěrečný výrok	104
Znalecká doložka	105
Seznam zkratk	106
Přílohy	108

1. Nález

1.1. Podklady pro zpracování

1.1.1. Podklady oceňované společnosti veřejně dostupné

Výroční zprávy a účetní závěrky společnosti PAVUS, a.s. zveřejněné ve Sbírce listin:

- zveřejněné výroční zprávy, účetní závěrky, přílohy účetních závěrek a zprávy o vztazích mezi osobou ovládající a ovládanou za období 2003 – 2017,
- stanovy společnosti ze dne 20. 6. 2014,
- rozhodnutí o změně stanov společnosti ze dne 16. 6. 2017,
- informace na webových stránkách společnosti <http://www.pavus.cz/>.

1.1.2. Podklady poskytnuté zadavatelem

Podklady poskytnuté společností PAVUS, a.s.:

- výroční zpráva za rok 2017,
- stanovy společnosti PAVUS, a.s. v plném znění, odsouhlasené valnou hromadou konanou v Praze dne 16. 6. 2017,
- hlavní kniha – předvaha za roky 2015, 2016, 2017 a období 1. 1. – 31. 7. 2018,
- sestava dlouhodobého majetku k 31. 7. 2018,
- odpisové doby dlouhodobého majetku,
- plán investic a oprav,
- salda pohledávek na účtech 311100 a 311200 k 31. 7. 2018,
- inventurní soupisy skladů č. 21030 a 21090 k 31. 7. 2018,
- saldo závazků na účtu 321100 k 31. 7. 2018,

1.1.3. Literatura

- BUUS, Tomáš. *Aplikace moderních metod oceňování v případě nekótovaných společností: [pracovní sešit]*. V Praze: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1200-6.
- BUUS, Tomáš. Denominace bezrizikového aktiva při oceňování. *Oceňování*. Oeconomica, 2010, 3(4), 3-17. ISSN 1803-0785.
- KISLINGEROVÁ, Eva. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C.H. Beck, 2005. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-321-3.
- KOPEČEK Stanislav. Úrovně hodnoty – Oceňovací diskonty a prémie; PwC listopad 2011 (Přednáška v rámci specializačního studia Oceňování podniku při Institutu oceňování majetku při Vysoké škole ekonomické v Praze).
- KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. Praha: Grada, 2009. Prosperita firmy. ISBN 978-80-247-2865-0.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. ISBN 978-80-86929-32-3.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2011, 17(3-4), 26-36. ISSN 1213-8223.

- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Hodnotové báze pro oceňování podniku – stále otevřený problém. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2011, **17**(3-4), 37-56. ISSN 1213-8223.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Přířázky k diskontní míře – teoretické a praktické problémy modelu rizika země. *Odhadce a oceňování majetku*. Česká komora odhadců majetku, 2014, **20**(1-2), 5-18. ISSN 1213-8223.
- PODŠKUBKA, Tomáš. Analýza diskontní míry ve znaleckých posudcích. *Oceňování*. Oeconomica, 2012, **5**(4), 38-60. ISSN 1803-0785.
- PRODEJAL František: Diskont za minoritu a prémie za kontrolu v rámci oceňování podniku. *Soudní inženýrství*. Ústav soudního inženýrství Vysokého učení technického v Brně; 2005, 4. ISSN 1211 – 443X. Dostupné na: <http://www.sinz.cz/archiv/docs/si-2005-04-224-226.pdf>
- RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.
- VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku*. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.
- Informace ČNB k oceňování účastnických cenných papírů pro účely povinných nabídek převzetí, veřejných návrhů smlouvy a vytěsnění (OCE), verze 1.1., září 2014
- Znalecké posudky pro účely povinných nabídek převzetí a veřejných návrhů smluv o koupi účastnických cenných papírů (ZNAL), verze 2.0., srpen 2004
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL. *Mezinárodní oceňovací standardy 2017*. První vydání. Praha. Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-44-6.
- DUFF & PHELPS: 2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital

1.1.4. Tuzemské veřejné instituce a databáze

- Veřejný rejstřík a Sbírka listin (<https://or.justice.cz/>):
 - údaje o oceňované společnosti
 - údaje o vybraných konkurentech (firma, sídlo, IČ, účetní závěrky aj.)
- Administrativní registr ekonomických subjektů (<http://www.info.mfcr.cz/>):
 - Výpis z Registru ekonomických subjektů ČSÚ v ARES
 - Registr živnostenského podnikání
 - DPH – údaje o registrovaném subjektu
- Ministerstvo financí České republiky (<http://www.mfcr.cz/>):
 - 45. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2018 – 2021) ze dne 18. 4. 2018
 - Makroekonomická predikce – červenec 2018, ze dne 31. 7. 2018
 - Řízení státního dluhu – státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti, stav k 31. 7. 2018
- Český statistický úřad (<https://www.czso.cz/>):
 - Hlavní makroekonomické ukazatele (sekce Vydáváme – Časové řady) – HDP, míra nezaměstnanosti, míra inflace, ceny průmyslových výrobců atd.
 - Střední stav obyvatelstva (sekce Vydáváme – Časové řady – Obyvatelstvo – časové řady – Obyvatelstvo – roční časové řady)
 - Průměrná hrubá měsíční mzda (sekce Vydáváme – Časové řady – Mzdy, náklady práce – časové řady)
- Česká národní banka (<http://www.cnb.cz/>)
 - Databáze časových řad ARAD (sekce Statistika – ARAD – systém časových řad) – výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů
 - PRIBOR (sekce Finanční trhy – Peněžní trh – PRIBOR – Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit) – měsíční a roční průměry
 - Inflační očekávání finančního trhu červenec 2018 a starší
- Úřad průmyslového vlastnictví (<http://upv.cz/>)
 - Ochranné známky (sekce Průmyslová práva – Ochranné známky – Online databáze)
 - Patenty a užitné vzory (sekce Průmyslová práva – Vynálezy/Patenty – Online databáze)
- Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví (<http://www.unmz.cz/>)
 - Zásady pro autorizaci k činnostem při posuzování shody výrobků

- Často kladené otázky
- MagnusWeb Bisnode (<https://magnusweb.bisnode.cz/>)
 - Účetní závěrky oceňované společnosti a tuzemské konkurence

1.1.5. Ostatní databáze

- Bloomberg Terminal:
 - indexy spotřebitelských cen České republiky a Eurozóny (CZCPYOY Index, ECCPEMUY Index)
 - dlouhodobá inflační očekávání v Eurozóně (FWISEU55 Index)
 - hodnoty úrokových swapů (IRS) pro Českou republiku (CKSW1 Curncy až CKSW50 Curncy)
 - výnosy českých státních dluhopisů do splatnosti (CTCZK3M Govt až GTCZK40Y Govt)
 - růst HDP Evropské unie (EHGDEUNY Index)
 - výběr peer group pro ocenění tržním srovnáním, nezadlužený koeficient beta identifikované peer group
 - popř. další.
- Damodaran Online (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>):
 - Riziková premie trhu
 - Riziko selhání země
 - Podíly volatility akciového a dluhopisového trhu pro Českou republiku
 - Rizikové přirážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu

1.1.6. Legislativa

- zákon č. 89/2012 Sb. občanský zákoník
- zákon č. 90/2012 Sb. o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích)
- zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku
- zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů
- zákon č. 26/2000 Sb. o veřejných dražbách
- zákon č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících

1.2. Zadání a struktura posudku

1.2.1. Účel ocenění (znalecký úkol)

Účelem ocenění je provedení nezávislého odhadu hodnoty podniku (obchodního závodu) společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174 a části podniku (obchodního závodu) vyjádřené 1 989 kusy akcií, popř. jedné akcie na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.

Znalecký posudek je použitelný pouze pro vymezený účel.

1.2.2. Předmět ocenění

Předmětem ocenění je:

- podnik¹ společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, vyjádřený 100 % akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK v celkovém počtu 35 549 kusů,
- podíl na základním kapitálu společnosti představovaný 1 989 kusy kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK a
- jedna kmenová akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK, která je součástí minoritního podílu na základním kapitálu uvedeného v předchozím bodě.

1.2.3. Rozhodné datum ocenění

Ocenění je provedeno k rozhodnému datu 31. 7. 2018, k němuž byly k termínu zpracování posudku k dispozici nejaktuálnější údaje o hospodaření, resp. finanční situaci společnosti PAVUS, a.s.

1.2.4. Zadavatel

Zadavatelem ocenění je společnost PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174 (dále také zadavatel).

1.2.5. Zpracovatel

Ocenění vyhotovil Ing. Karel Potměšil, znalec zapsaný v seznamu Krajského soudu v Ostravě; bydlištěm Družstevní 437, Rapotín, PSČ 788 13; doručovací adresa CYRRUS CORPORATE FINANCE, a.s., Na Florenci 2116/15 (Florentinum recepce A), PSČ 110 00; tel.: +420 221 592 382, e-mail potmesil@cyrrus.cz (dále také zpracovatel).

1.2.6. Kategorie hodnoty

S ohledem na účel ocenění je hledanou kategorií hodnoty hodnota tržní, dle následující definice: *odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.* (IVS 2017).

1.2.7. Výsledek ocenění

Výsledek ocenění je v závěru textové části, tedy závěrečném výroku, uveden následovně:

Tržní hodnota podniku společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174 vyjádřeného 100 % kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ke dni 31. 7. 2018 byla zpracovatelem odhadnuta metodou DCF entity na částku

59,72 milionů CZK
(padesát devět celých sedmdesát dvě setiny milionu korun českých).

¹ Podnikem je v souladu s tuzemskou literaturou myšlen nově zavedený pojem obchodního závodu dle zákona č. 89/2012 Sb. občanského zákoníku, jímž byl nahrazen pojem podniku dle zákona č. 513/1991 Sb. obchodního zákoníku. Jak uvádějí MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014, pojem podnik je v rámci oceňování podniku (znalecká specializace, návaznost na pojmy v zahraniční literatuře a praxi, oceňovacích standardech) natolik zakotven, že pro praktické účely je vhodné se držet stávající oceňovací terminologie.

Tržní hodnota menšinového podílu na základním kapitálu vyjádřeného 1 989 kusy kmenových akcií společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, znějících na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK ke dni 31. 7. 2018 byla zpracovatelem pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta po aplikaci 15% diskontu za minoritu na částku

2 840 tisíc CZK
(dva miliony osm set čtyřicet tisíc korun českých)

Tržní hodnota jedné kmenové akcie společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, znějící na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK ke dni 31. 7. 2018, jež je součástí výše definovaného menšinového podílu na základním kapitálu byla odhadnuta na částku

1 428 CZK
(tisíc čtyři sta dvacet osm korun českých)

1.2.8. Datum vyhotovení posudku

Znalecký posudek byl vyhotoven ke dni 15. 10. 2018.

1.2.9. Prohlášení zpracovatele

Zpracovatel prohlašuje, že je jakožto znalec nezávislý na předmětu ocenění a nemá žádný poměr k zadavateli popř. oceňované společnosti (viz § 11, odst. 1, zákona č. 36/1967 Sb. o znalcích a tlumočnících).

Při zpracování tohoto posudku vycházel znalec z informací uvedených v kapitole Podklady pro zpracování. Informace poskytnuté zadavatelem, rovněž tak oceňovanou společností jsou považovány za pravdivé a věrohodné. Totéž platí pro informace z veřejných zdrojů, jimiž jsou především veřejné instituce a jimi zpracovávané a zveřejňované databáze a informace, popř. živnostenská společenstva a další veřejně dostupné zdroje.

Analýzy, názory a závěry uvedené v tomto posudku jsou platné pouze za podmínek a předpokladů uvedených v tomto posudku a jsou osobními, nezájatými analýzami, názory a závěry znalce.

Znalecký posudek je platný pouze pro uvedený účel ocenění k určenému rozhodnému datu ocenění. Nelze jej použít za jiným účelem. Posudek nereflexuje změny tržních podmínek, ke kterým došlo po rozhodném datu ocenění.

Obsah tohoto posudku je důvěrný, sloužící pouze pro vnitřní potřeby zadavatele. Posudek ani žádná jeho část nesmí být šířena třetím stranám bez předchozího souhlasu a schválení zpracovatelem, s výjimkou žádostí ze strany příslušných státních orgánů. Tím není dotčeno právo a povinnost zacházet s posudkem v souladu s účelem jeho zpracování.

1.3. Metody oceňování, kategorie hodnoty

Základem výběru vhodné metody ocenění podniku je prvotní určení účelu ocenění. Účelem ocenění je dle Mezinárodních oceňovacích standardů 2017² (IVS 2017) důvod nebo důvody, proč se ocenění provádí. Výstupy ocenění a práce prováděné při jejich přípravě musí odpovídat

² Oficiální český překlad připravený Evropskou komorou ASA, členskou organizací International Valuation Standards Council.

zamýšlenému účelu. Účel ocenění také obvykle ovlivňuje nebo určuje použitý standard hodnoty. Standard hodnoty tedy musí odpovídat danému účelu ocenění.

V rámci ocenění musí být dle IVS 2017 posouzeny relevantní a vhodné oceňovací přístupy. Hlavními přístupy založenými na ekonomických principech ekonomické rovnováhy používanými při ocenění jsou:

- tržní přístup,
- výnosový přístup a
- nákladový přístup.

Každý z přístupů zahrnuje jiné podrobné metody aplikace. Oceňovatel není dle IVS 2017 povinen použít k ocenění aktiva více než jednu metodu, zejména pokud je vzhledem ke skutečnostem a okolnostem silně přesvědčen o přesnosti a spolehlivosti jediné metody. Měl by však uvážit použití více přístupů a metod a ke stanovení hodnoty by měl být vzat do úvahy a může být použit více než jeden oceňovací přístup nebo metoda. Ovšem pokud se použije více než jeden přístup nebo metoda, měl by být závěr o hodnotě přiměřený a rovněž proveden bez průměrování (tzn. cílem je nalézt metodu, která je za konkrétních okolností nejvhodnější).

V rámci tří výše uvedených přístupů k ocenění MAŘÍK 2018 uvádí podrobnější přehled metod pro finanční ocenění podniku:

- Tržní přístup (ocenění na základě analýzy trhu):
 - ocenění na základě tržní kapitalizace
 - ocenění na základě srovnatelných podniků
 - ocenění na základě srovnatelných transakcí
 - ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
 - ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
- Výnosový přístup (ocenění na základě analýzy výnosů):
 - metoda kapitalizovaných čistých výnosů
 - metoda diskontovaných peněžních toků
 - metoda ekonomické přidané hodnoty
 - kombinované výnosové metody
- Nákladový přístup (ocenění na základě analýzy majetku):
 - účetní hodnota na principu historických cen
 - substanční hodnota na principu nákladů znovupořízení
 - substanční hodnota na principu úspory nákladů
 - likvidační hodnota
 - majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Výčet metod není kompletní, ve všech skupinách existuje celá řada dalších modifikací či dalších metod s rozdílným potenciálem přiblížit se podmínkám konkrétního podniku.

1.3.1. Majetkové metody

Majetkové ocenění podniku je ve své podstatě součtem ocenění jednotlivých položek majetku (hodnota podniku brutto), od kterých je v navazujícím kroku odečítána hodnota závazků, čímž je zjištěna hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota podniku netto). Základním znakem pro dělení majetkových metod ocenění je předpoklad trvalého (ne)pokračování existence podniku. V případě předpokladu trvalé existence společnosti je oceňování prováděno především na základě reprodukčních cen, v opačném případě směřuje k likvidační hodnotě.

1.3.1.1. Likvidační hodnota

Likvidační hodnota je zjišťována v podobě objemu prostředků, které lze získat z rozdělení a prodeje, případně likvidace majetku společnosti. Metoda se nachází na pomezí majetkových a výnosových metod (příjmy z likvidace jako druh výnosu), na rozdíl od standardních výnosových metod ale pracuje s omezeným časovým intervalem (statické majetkové ocenění).

Likvidační hodnota je zjišťována především jako/při:

- ocenění ztrátových společností,
- ocenění podniků s limitovanou životností,
- rozhodovací kritérium při zvažování likvidace a sanace podniku,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- ocenění užívané pro neprovozní majetek (doplňkové využití metody při výnosovém ocenění či odhadu substanční hodnoty k ocenění konkrétních aktiv).

1.3.1.2. Účetní hodnota

Ocenění na základě účetní hodnoty odpovídá na otázku, za kolik byl majetek ve skutečnosti pořízen. Ocenění má limitovanou vypovídací hodnotu, když především u dlouhodobého majetku vede k zásadním odchylkám od reálné hodnoty, nezachycuje také veškerý nehmotný majetek jako know-how, na druhou stranu je nejlépe doložitelné. Přesto lze jeho výsledek považovat pouze za doplňující informaci.

1.3.1.3. Substanční hodnota

Metodou substanční hodnoty je řešena otázka, kolik by stálo opětovné vybudování podniku. Brutto substanční hodnota je zjištěna jako suma reprodukčních cen stejného či podobného majetku snižená o jeho opotřebení, tedy jako hodnota znovupořízení aktiv společnosti. Po odečtení dluhů podniku je zjištěna substanční hodnota netto – ocenění vlastního kapitálu. Metoda se soustředí na provozně nezbytný majetek. Případný v podniku existující majetek, který není nutný k provozu, je oceňován samostatně pomocí likvidační hodnoty (viz výše).

1.3.2. Tržní metody

Skupina metod tržního ocenění je obvykle poměrně pochopitelná, pracuje s jednoduchým aparátem, za přednost bývá dáвана řada vlastností, které ostatní metody postrádají, jako je vazba k tržnímu prostředí a celková vyšší objektivnost. Na stranu druhou možnosti uplatnění metod jsou podmíněné existencí poměrně živého trhu s podniky, znalostí údajů o jednotlivých transakcích apod. Podmínkou pro uplatnění metod tržního ocenění tak je existence vyspělého kapitálového trhu, transparentní transakce a velké množství dat, což jsou v českých podmínkách těžko dosažitelné limity.

Při aplikaci metod tržního ocenění jsou využívány tzv. násobitele, tedy jednoduché vztahy popisující hodnotu akcie/podniku k nějaké vztahové veličině, např. zisku (P/E) jako zástupci výnosových veličin, či vlastního kapitálu (P/BV) jako majetkové veličině. Užívaných násobitelů je celá řada, využívající jak hodnotu podniku netto (tržní kapitalizaci) tak i brutto v podobě tzv. enterprise value. Pro obchodované společnosti jsou násobitele běžně dostupné.

1.3.2.1. Metoda tržní kapitalizace

Metoda se uplatňuje u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na burze, k dispozici tak je cena akcie. Tržní kapitalizace pak představuje součin této ceny s počtem akcií společnosti. Pro potřeby ocenění podniku nebo podílu v něm takto jednoduchý přístup není aplikovatelný, vzhledem k neustálým pohybům ceny akcie na trhu je třeba vycházet z nějak volené průměrné ceny, při oceňování konkrétního podílu ve společnosti je navíc třeba brát v potaz jeho velikost a aplikovat např. při ocenění majoritního podílu příslušné prémie.

1.3.2.2. Metoda srovnatelných podniků

Ocenění je založeno na srovnání s podniky, které již byly nějakým způsobem oceněny. Ocenění tak lze využít i u podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze, ovšem obchodovány jsou akcie právě těch podniků zvolených pro srovnání. Asi nejsložitějším krokem pro ocenění je volba vhodných podniků pro srovnání, když by měly být respektovány základní charakteristické rysy, jako je obor podnikání, produktová podobnost, velikost, tempo růstu, právní forma, kapitálová struktura atd.

1.3.2.3. Metoda srovnatelných transakcí

Metoda je obdobou předchozího případu, datová základna je nicméně založena na skutečných cenách zaplacených za srovnatelné podniky prodané v poslední době. Výhodou je možnost získat cenu za podnik jako celek a nejsou tedy nutné přepočty na jednu akcii. Na druhou stranu je třeba zohledňovat u srovnávaných transakcí synergie očekávané kupujícími, které ovlivnily placenou cenu.

1.3.3. Výnosové metody

Výnosové metody využívají poznatek, že hodnota podniku coby specifického statku je určena stejně jako u jiných statků očekávaným užitek jeho držitele. V tomto případě jsou užitek očekávané výnosy, resp. příjmy plynoucí z podniku.

1.3.3.1. Metoda diskontovaných čistých peněžních toků

Za základní výnosovou metodu je považována metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Označována bývá za nekomplexnější přístup k výnosovému ocenění, navíc zaměřený na peněžní toky, tedy reálný příjem společnosti, který je zároveň vyjádřením užtku plynoucího ze společnosti a tedy i měřítkem hodnoty. Metoda odráží anglo-americký přístup k oceňování a náklonnost ke kapitálovým trhům v místě svého největšího rozšíření.

Metoda představuje skupinu více či méně se lišících modelů, v základním dělení lze zmínit několik variant:

- metoda FCFF (entity) – přístup výpočtu hodnoty ve dvou krocích. V prvním kroku je zjištěna hodnota aktiv podniku jako celku (brutto), v druhém po odečtení hodnoty cizího kapitálu pak hodnota samotného vlastního kapitálu (netto),
- metoda FCFE (equity) – vychází z peněžních toků dostupných pouze vlastníkům společnosti, výpočty směřují ihned k hodnotě vlastního kapitálu.
- metoda APV – metoda výpočtu ve dvou krocích, přičemž v prvním je zjišťována hodnota podniku jako celku v podobě součtu hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhém kroku se podobně jako u metody FCFF odečítá cizí kapitál a konečným výstupem je ocenění vlastního kapitálu.

1.3.3.2. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží německý přístup k oceňování, v německy mluvících zemích patří mezi nejvíce využívané metody. Zaměřena je na výpočet výnosů pro vlastníky společnosti (držitele vlastního kapitálu), jde tak o metodu „netto“ (odhad hodnoty vlastního kapitálu). Podrobněji je možné tuto metodu členit do variant dle kritéria, které je využito pro určení čistého výnosu podniku. Ten může být stanoven na základě:

- peněžních toků – rozdílů mezi příjmy a výdaji (pak se metoda limitně blíží přístupu DCF equity),
- upravených výsledků hospodaření – rozdílů mezi účetně pojatými výnosy a náklady.

Samotný postup ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů se blíží jiným výnosovým metodám. Rozčlenit jej lze do několika na sebe navazujících částí:

- analýza minulých výsledků hospodaření podniku a jejich úprava pro účely ocenění,
- odhad budoucích čistých výnosů, finančních potřeb,
- odhad úrokové míry,
- propočet hodnoty podniku.

1.3.3.3. Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA) je relativně novým přístupem k výnosovému oceňování, který nad rámec relativně úzce zaměřených metod založených na diskontování peněžních toků (využitelných nejvíce právě jen pro ocenění podniku) přináší možnost zapojení výsledků metody také do běžného řízení podniku (jako součást finanční analýzy či motivační faktor).

Proti metodám vycházejícím z účetních veličin (zisků) přináší podobně jako metoda DCF větší odolnost proti manipulaci výsledků účetnictví, popř. zohlednění časové hodnoty peněz a rizikových očekávání uživatelů ocenění (investorů).

Základem ocenění je v případě metody EVA ekonomický zisk, tedy taková úroveň zisku, ze které jsou uhrazeny jak běžné náklady, tak náklady kapitálu (včetně nákladů na vlastní kapitál, když v rámci účetnictví bývají zachyceny typicky úroky z cizího kapitálu).

Samotný propočet hodnoty podniku metodou EVA je možno podobně jako v případě DCF koncipovat ve variantě entity, equity, popř. APV. Při splnění některých kritérií (kalkulace stejných průměrných nákladů kapitál, stejné vymezení zisku – v metodologii DCF tzv. korigovaného provozního výsledku hospodaření, v případě EVA zisku z operační činnosti podniku a stejné vymezení kapitálu – v případě DCF tzv. provozně nutného investovaného kapitálu, v případě EVA čistých operačních aktiv) obě metody poskytují totožné výsledky.

Oproti metodě DCF je tak přínos použití metody EVA spíše než v posílení přesnosti odhadu hodnoty podniku v dodatečných informacích, které o této hodnotě poskytuje (její rozklad na ocenění čistých operačních aktiv a tržní přidanou hodnotu coby současnou hodnotu budoucích ročních ekonomických přidaných hodnot diskontovaných k datu ocenění).

1.3.4. Standardy hodnoty dle IVS 2017

V rámci IVS 2017 je uvedena definice některých hlavních standardů hodnoty, rovněž jako demonstrativní výčet jiných standardů hodnoty, které jsou vyžadovány právní úpravou v jednotlivých jurisdikcích nebo uznávány a přijímány na základě mezinárodní shody.

1.3.4.1. Tržní hodnota

Tržní hodnota v zásadě odpovídá potenciální platbě za podnik běžným (průměrným) zájemcem.

Dle oficiálního překladu IVS 2017 je tržní hodnota: *odhadovaná částka, za kterou by měly být aktivum nebo závazek směněny k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím v transakci uskutečněné v souladu s principem tržního odstupu, po náležitém marketingu, kdy každá ze stran jednala informovaně, uvážlivě a nikoli v tísní.*

Koncept tržní hodnoty předpokládá cenu sjednanou na volném a konkurenčním trhu, kde účastníci jednají svobodně. Tržní hodnota aktiva rovněž odráží jeho nejvyšší a nejlepší využití. Tím je dle IVS 2017 myšleno: *takové využití, z hlediska účastníka, které by u aktiva přineslo nejvyšší hodnotu. Musí být fyzicky možné, finančně proveditelné, právně přípustné a vést k nejvyšší hodnotě.* Nejvyšší a nejlepší využití aktiva může být jeho současný nebo stávající způsob využití, může se ale od současného způsobu využití lišit a dokonce i spočívat v řízené likvidaci.

1.3.4.2. Spravedlivá hodnota

Definice spravedlivé hodnoty dle IVS 2017 je následující: *spravedlivá hodnota je odhadovaná cena za převod aktiva nebo závazku mezi určenými znalými a ochotnými stranami, která odráží příslušné majetkové podíly těchto stran.*

Spravedlivá hodnota vyžaduje stanovení ceny, která je spravedlivá mezi dvěma konkrétními, určenými stranami se zohledněním příslušných výhod, nebo nevýhod, která každá z nich bude z transakce mít. Naproti tomu tržní hodnota vyžaduje, aby veškeré výhody, které nejsou dostupné nebo neplynou účastníkům obecně, nebyly zohledňovány.

Výše popsaná tržní hodnota je v podstatě podmnožinou tzv. spravedlivé hodnoty, tzn. cena spravedlivá mezi dvěma stranami je často cenou dosažitelnou na trhu, existují ale případy, kdy stanovení spravedlivé hodnoty zahrnuje aspekty, které nejsou při stanovení tržní hodnoty zohledňovány, např. prvky synergické hodnoty plynoucí z kombinace majetkových podílů.

Příklady, v nichž je spravedlivá hodnota používána dle IVS 2017 zahrnují např. určení ceny, která je férová za podíly v nekótovaných podnicích, kde účast dvou konkrétních stran může znamenat, že pro ně spravedlivá cena je odlišná od ceny, jež může být dosažitelná na trhu.

1.3.4.3. Investiční hodnota

Investiční hodnota podniku je v zásadě hodnota pro konkrétního (potenciálního) vlastníka.

Dle definice IVS 2017 je investiční hodnota: *hodnota aktiva pro určitého vlastníka nebo potenciálního vlastníka při individuální investici nebo provozních cílech.* Investiční hodnota je standard hodnoty specifický pro určitý subjekt, tzn. standard odrážející užitky plynoucí subjektu z držení aktiva. V důsledku toho nezahrnuje předpokládanou směnu. Investiční hodnota odráží okolnosti a finanční cíle subjektu, pro který se ocenění zpracovává.

1.3.4.4. Likvidační hodnota

Likvidační hodnotu definují IVS 2017 jako: *částku, která by byla realizována při prodeji aktiva nebo skupiny aktiv po jednotlivých částech.* Likvidační hodnota by měla zohledňovat náklady na uvedení aktiv do prodejeschopného stavu i na činnosti v rámci likvidace.

Likvidační hodnota může být určena na základě dvou různých premis hodnoty, přičemž oceňovatel musí uvést, která je předpokládána:

- řízená likvidace s obvyklou dobou marketingu – předpokládána je realizace likvidačního prodeje, je-li k dispozici přiměřené časové období na nalezení kupce,
- nucená likvidace se zkrácenou dobou marketingu – předpokladem je prodej v tísní, v důsledku které není k dispozici doba na řádný marketing, cena pak závisí na povaze tlaku, kterému prodávající čelí a důvodům, proč nelze provést řádný marketing.

1.3.4.5. Synergická hodnota

Dle IVS 2017 je synergická hodnota: *výsledek kombinace dvou nebo více aktiv nebo podílů, kde kombinovaná hodnota je větší než součet jednotlivých hodnot.*

Pokud jsou synergie dostupné pouze jednomu konkrétnímu kupujícímu, bude se synergická hodnota lišit od tržní hodnoty, protože odráží atributy, které mají hodnotu pouze pro konkrétního kupujícího.

Přidaná hodnota přesahující souhrnu příslušných podílů se nazývá hodnota spojení.

1.3.5. Jiné standardy hodnoty

1.3.5.1. Objektivizovaná hodnota

Objektivizovaná hodnota bývá označována za hodnotu relativně nespornou.

Nejde o standard definovaný IVS 2017. Definována je v německých oceňovacích standardech (IDW S1), v překladu tuzemské literatury (MAŘÍK 2018) následovně: *Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*

Při použití tržních dat při ocenění objektivizovaná a tržní hodnota do značné míry splývají. Rozdílem mezi těmito hodnotami je především předpoklad nezměněného konceptu podniku v rámci objektivizované hodnoty. V případě kategorie tržní hodnoty lze uvažovat i o zásadní změně konceptu podniku, je-li tato akceptována trhem, či dokonce řízené likvidaci.

Druhým rozdílem je možná i jiná forma objektivizace, než je zmíněné užití tržních dat. Pro některé účely ocenění může být objektivizace provedena použitím typizovaných postupů/metod/hodnot (tzv. uzancí, např. na úrovni zdanění, zachycení nákladovosti managementu atd.). Za takových okolností nemůže objektivizovaná hodnota sloužit jako odhad prodejní ceny podniku.

1.3.5.2. Obvyklá cena

Obvyklou cenu definuje zákon č. 151/1997 Sb. o oceňování majetku v § 2, odst. 1: *Obvyklou cenou se pro účely tohoto zákona rozumí cena, která by byla dosažena při prodejích stejného, popřípadě obdobného majetku nebo při poskytování stejné nebo obdobné služby v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění. Přitom se zvažují všechny okolnosti, které mají na cenu vliv, avšak do její výše se nepromítají vlivy mimořádných okolností trhu, osobních poměrů prodávajícího nebo kupujícího ani vliv zvláštní obliby. Mimořádnými okolnostmi trhu se rozumí například stav tísně prodávajícího nebo kupujícího, důsledky přírodních či jiných kalamiť. Osobními poměry se rozumí zejména vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím. Zvláštní oblibou se rozumí zvláštní hodnota přikládáná majetku nebo službě vyplývající z osobního vztahu k nim.*

Obvyklá cena je použitelná jen u takového majetku, který se na trhu vyskytuje ve velkých sériích, jehož transakce probíhají velmi často, o jehož ceně v místě a čase mají účastníci trhu již rutinní povědomí. V rámci České republiky neexistuje v čase stabilní relevantní trh podniků příslušného druhu, na základě kterého by bylo možno spolehlivě posuzovat obvyklost podmínek prodeje či obvyklost podmínek obchodního styku na tomto trhu. Cena obvyklá je tak pro podnik jako objekt ocenění za stávajících podmínek v České republice zpravidla nezjistitelná, z tohoto důvodu by měly být využity alternativní způsoby využití dle § 2, odst. 3, zákona č. 151/1997 Sb. s tím, že konkrétní normativní obsah z pohledu interpretace zjištěné kategorie hodnoty může být přebírán z IVS a přiměřeně IDW (KRABEC 2009).

1.4. Společnost, identifikace a základní údaje

1.4.1. Identifikační a kontaktní údaje

Firma	PAVUS, a.s.
IČ	601 93 174
Právní forma	akciová společnost
Spisová značka	B 2309 vedená u Městského soudu v Praze
Datum zápisu	27. prosince 1993
Sídlo	Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00
Kontaktní adresa	Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00 Veselí nad Lužnicí, čtvrť J. Hybeše 879, PSČ 391 81
Web	http://www.pavus.cz/
E-mail	mail@pavus.cz ; veseli@pavus.cz
Telefon	+420 286 019 587; +420 381 477 418
Fax	+420 286 019 590; +420 381 581 127
Datová schránka	ft3fii7
Bankovní spojení	5402201/0100
Základní kapitál	35 549 000 CZK
Akcie	35 549 kusů akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK
Práva a povinnosti	n.a.

1.4.2. Stanovy společnosti – vybrané body

Dle znění stanov společnosti ze dne 20. 6. 2014, při zohlednění změn schválených valnou hromadou dne 16. 6. 2017 je základní kapitál společnosti rozdělen na 35 549 akcií o jmenovité hodnotě 1 000 CZK. Všechny akcie znějí na jméno a jsou vydány v zaknihované podobě.

1.4.2.1. Převoditelnost akcií

Dle článku 6, odst. 2 stanov se má za to, že ve vztahu ke společnosti je akcionářem ten, kdo je zapsán v seznamu akcionářů. Společnost zapíše nového akcionáře do seznamu akcionářů bez zbytečného odkladu poté, co jí bude změna osoby akcionáře prokázána. Přestane-li akcionář být akcionářem, společnost jej ze seznamu akcionářů bez zbytečného odkladu vymaže. Převod zaknihované akcie je vůči společnosti účinný, bude-li jí prokázána změna osoby vlastníka akcie výpisem z účtu vlastníka nebo dnem doručení či převzetí výpisu z evidence emise akcií podle zákona upravujícího podnikání na kapitálovém trhu.

1.4.2.2. Valná hromada

Právo vykonávat hlasovací právo spojené se zaknihovanou akcií má ten, který je ke dni konání valné hromady, resp. k rozhodnému dni určeného zákonem, popř. stanovami, zapsán v evidenci zaknihovaných cenných papírů jako vlastník akcie.

V případě, že akcionář způsobil, že není zapsán v seznamu akcionářů nebo že zápis neodpovídá skutečnosti, nemůže se domáhat neplatnosti usnesení valné hromady proto, že mu společnost na základě této skutečnosti neumožnila účast na valné hromadě nebo výkon hlasovacího práva.

S každou akcií o jmenovité hodnotě 1 000 CZK je spojen 1 hlas. Celkový počet hlasů ve společnosti je 35 549.

Valná hromada je schopna se usnášet, pokud přítomní akcionáři mají akcie, jejichž jmenovitá hodnota přesahuje 40 % základního kapitálu společnosti.

Valná hromada rozhoduje většinou hlasů přítomných akcionářů, pokud zákon ... nevyžaduje většinu jinou.

1.4.2.3. Jiné

V rámci změn stanov schválených valnou hromadou dne 16. 6. 2017 byl zrušen článek týkající se rezervního fondu společnosti.

1.4.3. Předmět podnikání

1.4.3.1. Předmět podnikání a činnosti dle Obchodního rejstříku

Předmět podnikání:

- certifikační činnost
- inspekční činnost
- projektová činnost ve výstavbě
- technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany
- poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
- zkušební laboratoř č. 1026
- činnost autorizované osoby č. 1391
- činnost autorizované osoby č. AO 216

1.4.3.2. Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE

- **71209 Ostatní technické zkoušky a analýzy**
- 461 Zprostředkování velkoobchodu a velkoobchod v zastoupení
- 47 Maloobchod, kromě motorových vozidel
- 581 Vydávání knih, periodických publikací a ostatní vydavatelské činnosti
- 63 Informační činnosti
- 702 Poradenství v oblasti řízení
- 711 Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
- 7120 Technické zkoušky a analýzy
- 7219 Ostatní výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd
- 74 Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
- 772 Pronájem a leasing výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
- 8559 Ostatní vzdělávání j. n.

1.4.3.3. Živnostenská oprávnění

Předmět podnikání	Projektová činnost ve výstavbě
Druh živnosti	ohlašovací vázaná
Vznik oprávnění	4. 10. 2005
Doba platnosti	na dobu neurčitou

Předmět podnikání	Poskytování služeb v oblasti bezpečnosti a ochrany zdraví při práci
Druh živnosti	ohlašovací vázaná
Vznik oprávnění	4. 10. 2005
Doba platnosti	na dobu neurčitou

Předmět podnikání	Technicko-organizační činnost v oblasti požární ochrany
Druh živnosti	ohlašovací vázaná
Vznik oprávnění	5. 10. 2005
Doba platnosti	na dobu neurčitou
Předmět podnikání	Výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona
Obory činnosti	Vydavatelské činnosti, polygrafická výroba, knihařské a kopírovací práce Výroba, rozmnožování, distribuce, prodej, pronájem zvukových a zvukově-obrazových záznamů a výroba nenahraných nosičů údajů a záznamů Přípravné a dokončovací stavební práce, specializované stavební činnosti Zprostředkování obchodu a služeb Velkoobchod a maloobchod Skládání, balení zboží, manipulace s nákladem a technické v dopravě Poskytování software, poradenství v oblasti informačních technologií, zpracování dat, hostingové a související činnosti a webové portály Činnost informačních a zpravodajských kanceláří Realitní činnost, správa a údržba nemovitostí Pronájem a půjčování věcí movitých Poradenská a konzultační činnost, zpracování odborných studií a posudků Příprava a vypracování technických návrhů, grafické a kresličské práce Výzkum a vývoj v oblasti přírodních a technických věd nebo společenských věd Testování, měření, analýzy a kontroly Reklamní činnost, marketing, mediální zastoupení Překladatelská a tlumočnická činnost Služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy Mimoškolní výchova a vzdělávání, pořádání kurzů, školení, včetně lektorské činnosti Provozování kulturních, kulturně-vzdělávacích a zábavních zařízení, pořádání kulturních produkcí, zábav, výstav, veletrhů, přehlídek, prodejních a obdobných akcí Poskytování technických služeb Výroba, obchod a služby jinde nezařazené
Druh živnosti	ohlašovací volná
Vznik oprávnění	27. 12. 1993
Doba platnosti	na dobu neurčitou

1.4.4. Údaje z registru plátců DPH

DIČ	CZ60193174 Právnícká osoba
Typ registrace	plátce
Datum registrace	27. 12. 1993
Nespolehlivý plátce	NE

1.4.5. Vlastnická struktura

Vývoj vlastnické struktury v uplynulých deseti letech ukazuje následující tabulka. Největším akcionářem je společnost Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p., která koupila

majoritní podíl v roce 2002. Původní podíl (62,14 %) byl navýšen marginálně v roce 2005 (na 62,23 %) a v roce 2008 na stále aktuální výši.

Vývoj vlastnické struktury (největší akcionář) k 31. 12. uvedeného roku

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p.	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%	76,19%

Zdroj: výroční zprávy

V rámci výročních zpráv (příloh k účetním závěrkám) oceňovaná společnost prezentuje pouze většinového akcionáře, jehož podíl se v uplynulých letech neměnil. V notářském zápisu NZ 115/2017 z valné hromady konané dne 16. 6. 2017, vloženého do Sbírký listin, je patrná existence dalších akcionářů fyzických osob, vlastníků jednotky až nižší stovky akcií, tzn. podíly na základním kapitálu jednotlivě do cca 1 %.

V rámci přílohy k účetní závěrce společnost uvádí, že mezi ní a většinovým akcionářem jakožto osobou mající podstatný vliv na oceňované společnosti nebyla uzavřena smlouva o převodu zisku ani ovládací smlouva.

1.4.6. Koncern

Přes existenci většinového akcionáře a vzhledem ke skutečnosti, že společnost nevykazuje žádné dlouhodobé finanční investice (viz dále), oceňovaná společnost není součástí koncernu ve smyslu zákona č. 90/2012 Sb. o obchodních korporacích³. Údaj o koncernu není zveřejněn na internetových stránkách společnosti⁴.

1.4.7. Propojené osoby

Propojenými osobami s oceňovanou společností jsou dle zprávy o vztazích za rok 2017:

- Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p., se sídlem Praha 9 – prosek, Prosecká 811/76a, PSČ 190 00, IČ 000 15 679, coby majoritní akcionář společnosti a
- QUALIFORM, a.s. se sídlem Brno – Bosonohy, Mlaty 672/8, PSČ 642 00, IČ 494 50 263.

Většinový akcionář, coby ovládající osoba, uplatňuje na oceňovanou společnost svůj vliv při řízení a kontrole společnosti volbou členů představenstva a členů dozorčí rady. Společnost QUALIFORM, a.s. je společností rovněž ovládanou většinovým společníkem.

Mezi oceňovanou společností a společností QUALIFORM, a.s. dle zprávy o vztazích za rok 2017 nejsou žádné vztahy obchodního charakteru.

Mezi ovládající osobou (a většinovým akcionářem) a společností PAVUS, a.s. jsou dle zpráv o vztazích každoročně poskytována plnění, jejichž přehled uvádí tabulka. Dle zprávy o vztazích vztahy probíhají na základě podmínek obvyklých v obchodním styku, ceny jednotlivých plnění jsou kalkulovány na základě standardního postupu a cen obvyklých. Plnění, u nichž ovládající osoba vystupuje jako odběratel, mají z větší části charakter fakturace za zkušebnictví v pozemním stavitelství, plnění, u nichž ovládající osoba vystupuje jako dodavatel, jsou především nájmem a službami s ním spojenými.

³ Viz § 79, odst. 1: Jedna nebo více osob podrobených jednotnému řízení (dále jen "řízená osoba") jinou osobou nebo osobami (dále jen "řídící osoba") tvoří s řídící osobou koncern.

⁴ Viz § 79, odst. 3 zákona č. 90/2013 Sb.: Existenci koncernu jeho členové bez zbytečného odkladu uveřejní na svých internetových stránkách ...

Přehled poskytnutých plnění (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ovládající osoba jako odběratel	1 326	1 117	1 110	1 370	1 600	1 755	1 900	1 436	1 570	1 377
Ovládající osoba jako dodavatel	1 454	1 138	617	1 122	1 092	1 142	1 160	1 140	1 187	1 374

Zdroj: zprávy o vztazích mezi osobou ovládající a ovládanou

1.4.8. Řídící struktura

1.4.8.1. Statutární orgán

Společnost zastupuje každý člen představenstva samostatně, vyjma právních jednání vedoucích ke vzniku, změně nebo zániku pohledávky nebo závazku společnosti v hodnotě vyšší než 1 000 000 CZK (jeden milion korun českých) a právních jednání, jejichž předmětem je nemovitá věc, kdy společnost zastupují vždy dva členové představenstva společně.

Předseda představenstva Ing. Jiří Studnička
Narozen 29. 12. 1955
Bytem Liliová 192, Čakovičky, PSČ 250 63
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

Místopředseda představenstva Ing. Milan Pálka
Narozen 30. 4. 1957
Bytem č.p. 40, Libníč, PSČ 373 71
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

Člen představenstva Ing. Miroslav Štěpán
Narozen 13. 4. 1950
Bytem Záhornice 69, Trnov, PSČ 517 32
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

1.4.8.2. Dozorčí rada

Předseda dozorčí rady Ing. Alexander Trinner
Narozen 29. 1. 1947
Bytem Žlutická 1483/7, Plzeň – Bolevec, PSČ 323 00
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

Člen dozorčí rady Ing. Jana Buchtová
Narozena 18. 10. 1953
Bytem Strašnická 1140/8, Praha 10 – Hostivař, PSČ 102 00
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

Člen dozorčí rady Ing. Jiřina Srbková
Narozena 2. 11. 1853
Bytem Svojšovická 2835/12, Praha 4 – Záběhlice, PSČ 141 00
Den vzniku funkce 16. 6. 2017
Den vzniku členství 16. 6. 2017

1.4.9. Historie společnosti

Dle webových stránek společnosti vznikl PAVUS, a.s. v roce 1990 delimitací výzkumné, normotvorné a atestační činnosti z VÚSP Praha s.p. pod firmou Požárně atestační a výzkumný ústav stavební Praha, s.p. V roce 1993 byl privatizován metodou převodu na právní formu akciové společnosti. V roce 2001 byla změněna firma na stávající PAVUS, a.s. a změněna podoba akcií ze zaknihovaných na listinné. V roce 2002 došlo ke změně majoritního vlastníka, kterým se stal Technický a zkušební ústav stavební, s.p. V roce 2017 bylo rozhodnuto o zpětné změně podoby akcií z listinných na zaknihované.

V 90. letech probíhalo postupné rozšiřování činnosti získáváním různých akreditací a autorizací. V roce 2000 byla do společnosti začleněna Požárně technická laboratoř. V novém tisíciletí došlo nejprve v roce 2002 k rozšíření akreditace Zkušebny Veselí nad Lužnicí o zkoušení požárně bezpečnostních zařízení, požárních proudnic a armatur, hasiv a hasicích schopností, v roce 2003 společnost přesunula sídlo z Hostivaře na Prosek a přemístila Požárně technickou laboratoř z Prahy do Veselí nad Lužnicí. V jednotlivých letech pokračovalo také rozšiřování akreditací a autorizací. Historicky významné události po roce 2007 web společnosti neuvádí.

Dle výroční zprávy v roce 2008 uzavřela společnost s Českým normalizačním institutem dohodu o vykonávání funkce Centra technické normalizace pro obor požární ochrana. Po zániku Českého normalizačního institutu byla smlouva obnovena s Úřadem pro technickou normalizaci, který převzal kompetence předchozího úřadu.

V roce 2013 bylo zrušeno nařízení vlády, podle kterého byla společnost autorizována k činnostem pro posuzování shody výrobků. Oprávnění bylo obnoveno u Úřadu pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví a služby tak byly poskytovány bez přerušení. Oprávnění má nadnárodní charakter.

V roce 2015 se společnost zapojila do mimořádných projektů, které způsobily prudký růst tržeb. Jednalo se o návrh, výrobu a dodávku zkušebního zařízení pro vysoké školy/univerzitní centra (s ohledem na složitost zařízení byla na případné záruční opravy vytvořena rezerva). Dle výroční zprávy za rok 2014 šlo o projekt pro Vysokou školu báňskou – Technickou univerzitu Ostrava, Fakultu bezpečnostního inženýrství.

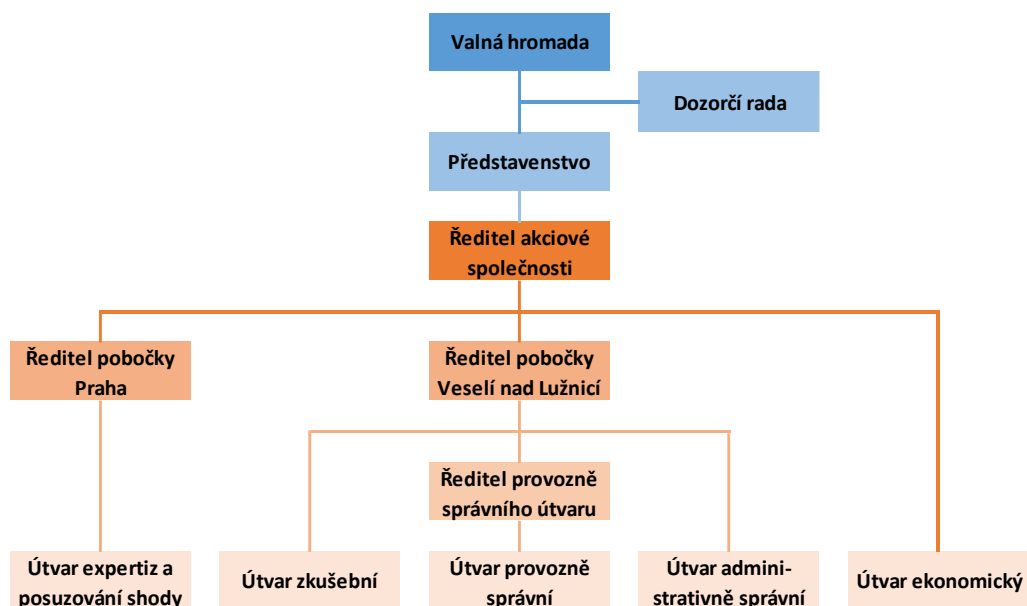
1.4.10. Soudní spory

Informace o případných soudních sporech nejsou ve výroční zprávě za rok 2017 ani předcházejících uvedeny. Naposledy byly citovány probíhající soudní případy (na které nebyla v účetnictví vytvořena rezerva) v příloze účetní závěrky za rok 2004, a to ve smyslu, že k 31. 12. 2003 byla evidována jedna žaloba na neplatnost valné hromady z roku 2000, přičemž spor byl v roce 2004 ukončen ve prospěch společnosti zamítnutím žaloby.

1.4.11. Organizační struktura

Organizační strukturu společnosti tvoří dle výroční zprávy za rok 2017 pobočky v Praze a Veselí nad Lužnicí, každá s vlastním ředitelem. Základními organizačními jednotkami společnosti jsou útvary, přičemž jeden podléhá řediteli pobočky Praha, tři řediteli pobočky Veselí nad Lužnicí (v rámci které má útvar provozně správní vlastního ředitele) a útvar ekonomický přímo řediteli společnosti.

Společnost dle své výroční zprávy za rok 2017 nemá podstatný ani rozhodující vliv v žádné jiné společnosti.



Zdroj: výroční zpráva 2017

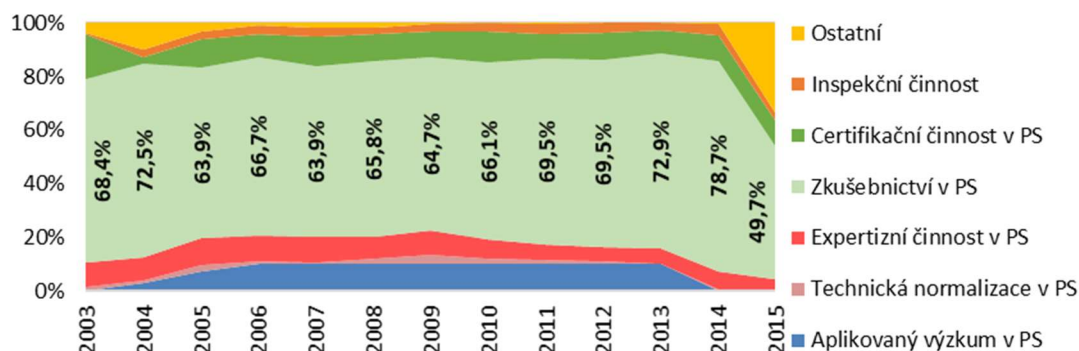
1.4.12. Činnost společnosti

Výčet činností poskytovaných výrobcům, dovozcům, distributorům nebo zplnomocněným zástupcům, kteří na trh uvádějí stanovené stavební výrobky nebo je zabudovávají do staveb, uvádí společnost na svých webových stránkách:

- posuzování shody příslušným postupem uvedeným v harmonizované normě podle nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 305/2011,
- zkoušení
 - reakce stavebních výrobků na oheň,
 - požární odolnosti stavebních konstrukcí,
 - požárně technických a mechanických vlastností stavebních výrobků a konstrukcí,
 - požárně bezpečnostních zařízení,
 - technických prostředků a zařízení požární ochrany, včetně zkoušek hasiv,
 - požárně technických charakteristik hmot, látek materiálů a výrobků,
- certifikace výrobků podle § 5 a § 5a nařízení vlády č. 163/2002 Sb.,
- posouzení systému řízení výroby podle § 6 nařízení vlády č. 163/2002 Sb.,
- ověření shody výrobků podle § 7 nařízení vlády č. 163/2002 Sb.,
- posouzení shody při kusové výrobě podle § 9 nařízení vlády č. 163/2002 Sb.,
- vypracování stavebního technického osvědčení v rozsahu § 3 nařízení vlády č. 163/2002 Sb. v případě, že jeho vydání je ve smyslu § 2 nařízení vlády č. 163/2002 Sb. požadováno,
- posouzení shody vzorku výrobku podle § 3, nařízení vlády č. 173/1997 Sb.,
- expertizní posudky,
- klasifikace výrobků podle požární odolnosti,
- klasifikace výrobků podle reakce na oheň,
- rozšířené aplikace výsledků zkoušek,
- stanovení rozsahu zkoušek,
- technická normalizace,
- další služby (konzultace v oblasti posuzování shody a certifikace výrobků a systémů jakosti ve stavebnictví, technickou pomoc při zpracování prohlášení o shodě pro výrobce nebo dovozce apod.).

Uvedeným činnostem odpovídá i struktura tržeb, kterou společnost prezentuje ve výročních zprávách, popř. za poslední roky (2016 – 2017) poskytla v rámci podkladů pro ocenění.

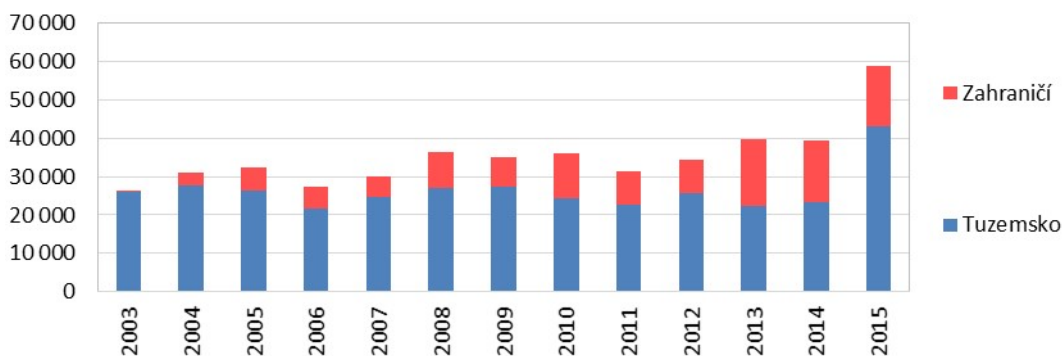
Struktura tržeb společnosti⁵



Zdroj: výroční zprávy

Na vývoji tržeb je patrný jednorázový vliv ostatních tržeb v roce 2015 – návrh, výroba a dodávka zkušebního zařízení pro vysoké školy/univerzitní centra popsané výše.

Tržby společnosti – regionální členění (v tisících CZK)



Zdroj: výroční zprávy

Nejvýznamnější činností je zkušebnictví v pozemním stavitelství, dlouhodobě s cca 2/3 podílem na tržbách. Tato část tržeb tvoří rovněž dlouhodobě podstatnou většinu tržeb zahraničních (cca 85 – 90 %).

K navýšení objemu zahraničních tržeb došlo skokově především v roce 2013, kdy, jak vyplývá z popisu historie společnosti, tato obnovila autorizaci k činnostem pro posuzování shody výrobků a zároveň má uvedené oprávnění nadnárodní charakter. Dle dodaných předvah za poslední tři roky, je drtivá většina zahraničních tržeb společnosti realizována v zemích Evropské unie, jen marginální část (v letech 2015 – 2017 mezi 0,5 – 1 milionem CZK), mimo Evropskou unii.

1.4.13. Průmyslová práva

Dle online databází průmyslových práv dostupných na webu Úřadu průmyslového vlastnictví společnost neregistruje kromě níže vyjmenovaných ochranných známek žádná další

⁵ PS zde znamená pozemní stavitelství.

průmyslová práva, tedy nemá registrovány žádné patenty či vynálezy, užité vzory, popř. průmyslové vzory a zeměpisná označení a označení původu.

Registrované ochranné známky jsou uvedeny v následující tabulce.

Registrované ochranné známky

Číslo přihlášky	Číslo zápisu	Priorita	Znění	Druh	Stav
168189	243649	06.06.2001	PAVÚS	kombinovaná	platný dokument
168190	243650	06.06.2001	PAVÚS	kombinovaná	platný dokument
168191	243651	06.06.2001	PAVÚS	slovní	platný dokument
168192	243652	06.06.2001	Požárně atestační a výzkumný ústav stavební Praha, a.s.	slovní	platný dokument
441050	288494	15.09.2006	zpravodaj	slovní grafická	platný dokument

Zdroj: Úřad průmyslového vlastnictví

V minulosti společnost svou aktivitu ve výzkumu a vývoji komentovala ve výroční zprávě, např. v roce 2004 (a následujících) zmiňovala, že je činnost výzkumu a vývoje převážně provozována souběžně s prováděním a přípravou běžných zkoušek, kdy jsou testovány nové a upravené metody a postupy, přičemž mnohdy jsou vytvářena nová zařízení umožňující provádět zkoušky dle nových předpisů a norem. V roce 2004 a 2005 odhadovala tuto činnost na cca 10 % celkových mzdových nákladů společnosti. V roce 2006 byly odhadovány vnitřní náklady včetně režie vázající se k této činnosti na cca 3,5 milionů CZK, v roce 2007 na 3 miliony CZK.

V letech 2007 – 2015 společnost v rámci příloh účetních závěrek zmiňovala účast na projektech financovaných prostřednictvím grantů či dotací s vyčíslením jejich objemu.

Přijaté granty a dotace (v CZK)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Požárně odolné konstrukce pro tunelové stavby s využitím lehkého betonu						371 000	349 000	119 000	493 000
Modely membránového působení stropních desek vystavených požáru				186 000	187 000	188 000	344 000		
Metoda komponent pro požární návrh styčnicků	150 000	155 000	159 000						

Zdroj: výroční zprávy, přílohy účetních závěrek

1.4.14. Základní finanční výsledky

Základní položky aktiv (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Dlouhodobý nehmotný majetek	63	71	31	191	309	326	367	335	282	243	220
Dlouhodobý hmotný majetek	30 147	29 010	26 844	27 830	29 513	27 554	27 105	36 256	33 695	31 616	30 207
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zásoby	2 946	4 557	3 283	4 498	4 597	2 107	5 881	6 287	5 389	6 461	6 304
Dlouhodobé pohledávky	2	2	2	2	1	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	2 328	3 224	2 977	2 163	4 736	6 040	6 431	3 798	5 828	3 471	4 269
Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Peněžní prostředky	18 978	18 350	19 510	21 480	15 275	21 841	23 379	39 970	30 182	29 558	35 595
Časové rozlišení	324	161	97	216	124	72	112	343	195	147	84
Aktiva celkem	54 788	55 375	52 744	56 380	54 555	57 940	63 275	86 989	75 571	71 496	76 680

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Základní položky pasiv (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Vlastní kapitál	42 113	42 453	42 766	42 943	43 209	43 534	44 075	46 460	46 676	48 580	54 751
Rezervy	388	708	406	287	372	1 419	3 418	7 867	8 723	4 700	4 000
Dlouhodobé závazky	775	634	624	616	1 012	1 247	1 539	1 615	2 640	1 669	1 669
Krátkodobé závazky	8 884	8 705	6 484	10 954	8 544	8 957	10 215	28 990	14 519	13 832	16 074
Časové rozlišení	2 628	2 875	2 464	1 580	1 418	2 781	4 028	2 060	3 013	2 715	185
Pasiva celkem	54 788	55 375	52 744	56 380	54 555	57 938	63 275	86 992	75 571	71 496	76 680

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Výsledky hospodaření společnosti (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Tržby	36 421	35 264	36 206	31 542	34 445	39 669	39 527	58 689	51 345	46 769	28 178
Přidaná hodnota	23 111	23 833	25 858	22 436	24 074	28 677	27 183	38 080	35 488	28 947	22 449
Provozní výsledek hospodaření	1 594	1 842	1 711	1 642	1 575	1 879	2 111	4 183	2 113	1 853	6 497
Finanční výsledek hospodaření	193	-229	-194	-171	-61	-380	-400	-22	-64	-32	18
Zisk před zdaněním	1 787	1 613	1 517	1 471	1 514	1 499	1 711	4 161	2 049	1 821	6 515
Čistý zisk	1 289	1 137	1 096	1 025	1 031	1 054	1 270	3 153	1 024	2 791	6 515

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Hlavní ukazatele peněžních toků (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Peněžní prostředky - počáteční stav	14 888	18 978	18 350	19 510	21 480	15 275	21 841	23 380	39 971	30 180	29 558
Provozní cash-flow	7 761	3 105	3 461	6 986	-2 020	5 996	5 115	19 883	-8 342	1 292	6 846
Investiční cash-flow	-3 145	-2 937	-1 596	-4 168	-3 368	1 367	-2 770	-2 547	-641	-1 027	-465
Finanční cash-flow	-526	-796	-705	-848	-816	-799	-806	-745	-808	-887	-344
Cash-flow celkový	4 090	-628	1 160	1 970	-6 204	6 564	1 539	16 591	-9 791	-622	6 037
Peněžní prostředky - konečný stav	18 978	18 350	19 510	21 480	15 276	21 839	23 380	39 971	30 180	29 558	35 595

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

1.5. Strategická analýza

Strategická analýza je rozdělena v zásadě do tří hlavních částí:

- přehledu ekonomických veličin a jejich odhadu vypracovanému nezávislými institucemi pro další období,
- identifikace a popisu relevantního trhu oceňované společnosti,
- hodnocení relevantního trhu (vnějšího potenciálu) a hodnocení konkurenční pozice (vnitřního potenciálu) oceňované společnosti s ohledem na přímé i nepřímé faktory její konkurenční síly.

Výstupem strategické analýzy je celkové hodnocení perspektivnosti podniku vzhledem k atraktivitě relevantního trhu a konkurenční síle, přijetí či zamítnutí předpokladu trvalého pokračování činnosti a odhad tržeb včetně předpokladu (tempa růstu) ohledně jejich dlouhodobého (nekonečného) vývoje.

Výše uvedený popis společnosti, konkrétně její historie a rozsahu aktiv, ukazuje, že z geografického hlediska je trhem společnosti v první řadě území České republiky. Postupem času, zvláště po roce 2013, nabyly na významu i zahraniční trhy, když získaná oprávnění a autorizace mají nadnárodní charakter. Zahraniční trhy společnosti až na relativně omezené reziduum tržeb, tvoří země Evropské unie.

Jednotlivé kapitoly strategické analýzy (makroekonomická analýza, vymezení relevantního trhu) se tak věnují především českým podmínkám, případně Evropské unii nebo dle dostupnosti údajů úžeji vymezené Eurozóně.

1.5.1. Vývoj ekonomiky České republiky

Následující tabulka shrnuje některé základní ukazatele makroekonomického vývoje České republiky – hrubý domácí produkt, ceny, počet obyvatelstva popř. mzdy v posledních dvou desetiletích před datem ocenění.

V žádném případě se nejedná o komplexní přehled makroekonomických dat, který je možné nalézt např. na webu Českého statistického úřadu, popř. v pravidelně vydávaných makroekonomických predikcích MF ČR.

Z pohledu na časové řady je patrné, že během podstatné části uplynulého desetiletí česká ekonomika spíše stagnovala, jedná se o období po roce 2008, kdy byla postižena globální ekonomickou krizí, jež se projevila v zásadě dvěma obdobími poklesu ekonomické aktivity měřené ukazatelem HDP (2009 a 2012 – 2013). Z druhé recese se česká ekonomika vzpamatovala až v roce 2014. V roce 2015 tuzemský HDP dosáhl nejrychlejšího tempa růstu v pokrizovém období, když po očištění o cenové vlivy a sezónnosti rostl reálně o cca 4,5 %, byť z části díky jednorázovým vlivům. Tomuto tempu se přiblížil rovněž rok 2017, kdy kvalitu růstu oproti roku 2015 zvyšovala absence jednorázových efektů.

Popsaný základní trend se projevoval i na dalších reálných veličinách, např. na vývoji mezd ve stálých cenách, které po roce 2008 vykazovaly rovněž poměrně dlouhou stagnaci. K významnějšímu růstu došlo opět až v závěru období, kdy díky napínajícím se podmínkám na trhu práce začaly reálné mzdy opět viditelněji narůstat. V roce 2017 se již česká ekonomika potýkala se zjevně napjatým trhem práce – nestandardně nízkou nezaměstnaností spojenou s viditelně zrychlujícím růstem mezd.

Nominálním hodnotám k růstu pomáhala po celé období alespoň mírná inflace, byť se po roce 2008 pohybovala vesměs pod inflačním cílem České národní banky (od ledna 2010 stanovený jako bodový na 2 %, před tímto datem rovněž bodový cíl 3 % v období leden 2006 až prosinec 2009, viz web ČNB). Velmi nízkou inflací byla Česká ekonomika postižena z pohledu ČNB zvláště v letech 2014 a 2016, naopak v roce 2017 byl po delší době inflační cíl ČNB překonán.

Pozvolný nárůst vykazoval počet obyvatel České republiky, byť i ten se kolem roku 2010 zastavil a k výraznějšímu nárůstu došlo opět až od roku 2014. Při klesajícím počtu úmrtí i narození a postupném stárnutí populace je růst počtu obyvatel primárně ovlivněn imigrací.

Základní makroekonomické statistiky ČR

		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
HDP	miliardy CZK, b. c.	2 142,6	2 237,3	2 372,6	2 562,7	2 674,6	2 801,2	3 057,7	3 258,0	3 507,1	3 831,8
HDP	%, r/r, reálně	-0,3	1,4	4,3	3,1	1,6	3,6	4,9	6,4	6,9	5,5
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	6,5	8,7	8,8	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3
Nominální mzda	CZK	n.a.	n.a.	13 219	14 378	15 524	16 430	17 466	18 344	19 546	20 957
Průměrné reálné mzdy	%, r/r	n.a.	n.a.	n.a.	3,9	6,1	5,7	3,4	3,0	4,0	4,3
Míra inflace	%, r/r, průměr	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8
Ceny průmyslových výrobců	%, r/r, průměr	4,8	1,0	4,9	2,8	-0,6	-0,4	5,5	3,1	1,5	4,1
Státní dluh	% HDP	9,1	10,2	12,2	13,5	14,8	17,6	19,4	21,2	22,9	23,3
Střední stav obyvatelstva		10 294 943	10 282 784	10 272 503	10 224 192	10 200 774	10 201 651	10 206 923	10 234 092	10 266 646	10 322 689

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP	miliardy CZK, b. c.	4 015,3	3 921,8	3 953,7	4 033,8	4 059,9	4 098,1	4 313,8	4 595,8	4 768,0	5 045,2
HDP	%, r/r, reálně	2,7	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,3
Obecná míra nezaměstnanosti	%, průměr	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,0	4,0	2,9
Nominální mzda	CZK	22 592	23 344	23 864	24 455	25 067	25 035	25 768	26 591	27 764	29 496
Průměrné reálné mzdy	%, r/r	1,4	2,3	0,7	0,6	-0,8	-1,5	2,5	2,9	3,7	3,6
Míra inflace	%, r/r, průměr	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5
Ceny průmyslových výrobců	%, r/r, průměr	4,5	-3,1	1,2	5,6	2,1	0,8	-0,8	-3,2	-3,3	1,8
Státní dluh	% HDP	24,9	30,0	34,0	37,2	41,1	41,1	38,6	36,4	33,8	32,2
Střední stav obyvatelstva		10 429 692	10 491 492	10 517 247	10 496 672	10 509 286	10 510 719	10 524 783	10 542 942	10 565 284	10 589 526

Zdroj: Český statistický úřad, Ministerstvo financí České republiky (státní dluh 2017)

Ekonomická krize ovlivnila zadlužení České republiky, které se výrazně zvýšilo mezi lety 2008 – 2012. V závěru sledovaného období se díky realizovaným fiskálním opatřením a následnému oživení ekonomiky růst státního dluhu ve vztahu k HDP zastavil a došlo dokonce k viditelnému

poklesu uvedeného ukazatele (dle tiskové zprávy Ministerstva financí České republiky ze dne 16. 2. 2018 od počátku roku 2014 do konce roku 2017 o 8,9 p.b.). V absolutní hodnotě se po vrcholu krize v roce 2012 výše dluhu do roku 2017 příliš nezměnila a pohybuje se v rozpětí 1,6 – 1,7 bilionu CZK.

1.5.2. Odhad makroekonomického vývoje ČR

1.5.2.1. Vývoj ekonomiky z pohledu MFČR

Ministerstvo financí České republiky ve své poslední makroekonomické predikci zveřejněné před datem ocenění, tedy v červenci 2018, komentovalo poslední vývoj české ekonomiky následovně:

- meziroční růst reálného HDP v prvním kvartálu 2018 zpomalil na 3,4 %, rovněž v mezičtvrtletním porovnání po očištění o sezónní a kalendářní vlivy došlo k poklesu, a to o 0,5 %,
- tradičně významnou složkou užití byla spotřeba domácností, která se meziročně zvýšila o 4,0 %, a to jak díky vysoké dynamice objemu mezd a platů, ale i díky klesající míře úspor, jež reflektovala situaci na trhu práce, nízké úrokové sazby a vysokou důvěru spotřebitelů v další vývoj; jednalo se již o pátý kvartál v řadě, kdy spotřeba domácností rostla o 4 % a více,
- spotřeba sektoru vládních institucí vzrostla o 3,2 %,
- růst investic do fixního kapitálu ve čtvrtém čtvrtletí zrychlil na 8,1 %, přičemž růst byl zaznamenán ve všech kategoriích investic, největší část přírůstku nicméně tvořily stavební investice včetně investic do bydlení,
- ze sektorového hlediska byla vysoká investiční aktivita tažena zejména soukromými investicemi, tvorba hrubého kapitálu včetně změny zásob dosáhla dvouciferného růstu ve výši 10 %,
- vysoká náročnost investic a na straně vývozu kombinace silnější koruny a mezikvartálního propadu německých dovozů a vývozů zapříčinily společně záporný příspěvek zahraničního obchodu se zbožím a službami hospodářskému růstu ve výši -1,3 p.b.

Makroekonomická predikce České republiky (červenec 2018)

Hlavní makroekonomické indikátory		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
							Aktuální predikce		Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	mlrd. Kč	4 098	4 314	4 596	4 768	5 045	5 300	5 589	5 055	5 320	5 596
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,3	3,2	3,1	4,4	3,6	3,3
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	0,5	1,8	3,7	3,6	4,3	4,3	3,9	4,0	4,3	4,1
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	2,1	2,0	1,5	1,9	2,0
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	-2,5	3,9	10,2	-3,1	3,3	7,5	3,2	5,4	5,7	4,4
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP	p.b., s.c.	0,1	-0,5	-0,2	1,4	1,1	-0,7	0,1	1,0	-0,2	-0,1
Příspěvek změny zásob k růstu HDP	p.b., s.c.	-0,7	1,1	0,8	-0,4	0,1	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0
Deflátor HDP	růst v %	1,4	2,5	1,2	1,3	1,5	1,8	2,3	1,4	1,5	1,8
Průměrná míra inflace	%	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,2	2,3	2,5	2,1	1,9
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	1,0	0,8	1,4	1,9	1,6	1,3	0,2	1,6	0,7	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,3	2,3	2,9	2,4	2,3
Objem mezd a platů	růst v %, b.c.	0,5	3,6	4,8	5,7	8,2	9,3	8,3	8,3	7,7	6,5
Saldo běžného účtu	% HDP	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,1	-0,3	-0,2	1,1	0,4	0,2
Saldo sektoru vládních institucí	% HDP	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,6	1,5	x	1,6	1,5	1,1
Předpoklady		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2018	2019
							Aktuální predikce		Minulá predikce		
Měnový kurz CZK/EUR		26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,2	26,3	25,1	24,7
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	2,2	1,4	0,6	0,4	1,0	2,1	2,5	1,0	1,9	2,2
Ropa Brent	USD/barel	109	99	52	44	54	73	72	54	65	61
HDP eurozóny	růst v %, s.c.	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,4	2,2	1,8	2,3	2,3	1,8

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Výhled pro rok 2018, popř. 2019, Ministerstvo financí České republiky hodnotilo následovně:

- pozitivní ekonomická situace by měla pokračovat i v roce 2018 a 2019, když by růst měl být dál tažen spotřebou domácností (danou mzdovou dynamikou při extrémně nízké míře nezaměstnanosti, vysoké míře participace a velmi vysokém počtu volných pracovních míst), dynamika růstu nicméně bude zřejmě zvolňovat,

- investice by měly být stimulovány pomocí prostředků Evropské unie a relativně nižší cenou kapitálu k ceně práce při stále nízkých reálných úrokových sazbách, rovněž by ve prospěch investic měla působit potřeba soukromého sektoru inovovat technologické vybavení při nerovnováhách na trhu práce,
- rostoucí nejistoty vně české ekonomiky by se měly naopak negativně projevit na saldu zahraničního obchodu,
- díky uvedeným vlivům ministerstvo snížilo v červenci 2018 svou predikci růstu HDP v roce 2018 na 3,2 % (z 3,6 %) a pro rok 2019 na 3,1 % (z 3,3 %),
- inflace se od počátku roku 2017 až na výjimky pohybovala v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle ČNB, MF ČR v červencové predikci očekávalo, že se v této oblasti bude vzhledem k proinflačním efektům růstu mezd a platů, kladné produkční mezeře a růstu korunových cen ropy, pohybovat nadále, a to až do poloviny roku 2019,
- predikce míry inflace pro rok 2018 tak byla zvýšena z 2,1 % na 2,2 % a pro rok 2019 z 1,9 % na 2,3 %,
- vysoký růst zaměstnanosti (od konce roku 2014 trvale přes hranici 1 %) již téměř vyčerpал volné zdroje na trhu práce a nedostatek zaměstnanců se stal bariérou extenzivního růstu produkce, což společnosti vedlo k investicím do zvýšení produktivity práce,
- prostor pro další pokles nezaměstnanosti byl již značně omezený, odhadovaná míra nezaměstnanosti pro rok 2018 byla mírně snížena na úroveň 2,3 % z předchozích 2,4 % a pro rok 2019 ponechána na úrovni 2,3 %,
- běžný účet platební bilance za rok 2017 dosáhl dle předchozí dubnové predikce přebytku 1,1 % HDP, když kladná salda bilancí zboží a služeb výrazně převýšila schodek prvotních důchodů (zvláště odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku), s ohledem na vyšší tuzemskou poptávku po dovozech (růst spotřeby a investic) byl ale přebytek běžného účtu nižší než v roce 2016, v červnové predikci MF ČR akcentovalo faktory snižující přebytek, jako je pokles kladného salda bilance zboží a očekávaný vliv růstu cen ropy a nejistoty ve světovém obchodě,
- výhled na rok 2018 byl tak snížen z mírného přebytku do deficitu 0,3 % HDP, resp. v roce 2019 do deficitu 0,2 % HDP,
- hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2017 dosáhlo rekordního přebytku 1,6 % HDP, strukturální saldo skončilo v přebytku 1,1 % HDP a zadlužení pokleslo dle dubnové predikce o 2,2 p.b. na 34,6 % HDP, predikce v návaznosti na to počítala s přebytkem pro rok 2018 ve výši 1,5 % HDP a dalším poklesem zadluženosti až na úroveň 32,9 % HDP, což červencová predikce v zásadě potvrdila.

Rizika predikce považovalo MF ČR za vychýlená dolů. Pro silně exportně orientovanou Českou republiku byly rizikem tendence růstu protekcionismu projevující se především vyhrocením obchodních vztahů mezi USA a Čínou, popř. EU. Zvyšování existujících a zavádění nových cel bude mít dopad na objem zahraničního obchodu i na důvěru ekonomických subjektů. Zvýšená nejistota může vést k odložení některých investičních rozhodnutí. Vyšší cla rovněž ovlivní ceny dováženého zboží a kupní sílu spotřebitelů. Důsledky mohou být i komplexnější, např. v podobě přesunů výroby do jiných států. S ohledem na zapojení ČR do obchodních řetězců – primárně dodávky jiným členům EU, byla dle MF ČR kvantifikace dopadů vyšších cel obzvláště obtížná.

Již déle vnímaným rizikem bylo budoucí uspořádání vztahů mezi Spojeným královstvím a EU v oblasti volného pohybu zboží a služeb. Případné zvýšení bariér pro zahraniční obchod by mělo na českou ekonomiku dopad až na konci aktuálního výhledu. V rámci EU by ČR mohla nepřímo ovlivnit eskalace problémů italského bankovního sektoru.

Samotná česká ekonomika vykazovala v některých oblastech zřetelné znaky přehřátí, zvláště na trhu práce. V případě naplnění některých uvedených v horizontu predikce nebylo možné vyloučit, že ekonomika by mohla vstoupit do sestupné fáze ekonomického cyklu. V střednědobém a delším horizontu se tak stalo hlavním faktorem ekonomického růstu zvyšování produktivity práce. V krátkém horizontu nerovnováhy na pracovnímu trhu vytvářely silný tlak na růst mezd a tedy zvyšování jednotkových nákladů práce. To na jedné straně při delším trvání mohlo negativně ovlivnit konkurenceschopnost některých firem, na stranu druhou vedlo k růstu disponibilního důchodu domácností, investic a orientaci na produkci s vyšší přidanou hodnotou.

Rizikem z hlediska budoucího vývoje spotřeby domácností se stalo případné zvýšení minimální a zaručené mzdy. Očekávan byl růst minimální mzdy o 1 000 CZK od 1. 1. 2019.

V případě investic bude klíčové, jak se podaří obnovit investiční cyklus související s programovým obdobím EU pro roky 2014 – 2020, v delším horizontu se projeví výpadek platby Spojeného království do rozpočtu EU a nová alokace spojená s vyšší vyspělostí regionů ČR a možnou změnou priorit EU.

Cyklický vývoj ekonomiky a nízké úrokové sazby vedly společně ke zvýšení dynamiky hypotečního úvěrů. Spolu s faktory limitujícími nabídku residenčních nemovitostí (zvláště v Praze) došlo k výraznému navýšení nabídkových cen bytů. Jeho další pokračování by do budoucna mohlo představovat makroekonomické riziko s možným dopadem na finanční stabilitu. Dynamika úvěrů na bydlení v poslední době před vydáním predikce nicméně klesala, a to díky růstu úrokových sazeb, zpřísnění úvěrových podmínek danému regulatorním doporučením ČNB a vysoké úrovni cen bytů. Údaje o bytové výstavbě a vydaných stavebních povoleních naznačovaly, že budoucí nabídka residenčních nemovitostí by měla růst.

1.5.2.2. Makroekonomický výhled – kolokvium MF

K stanovenému datu ocenění, tedy 31. 7. 2018 byly známy odhady vývoje ekonomiky České republiky pocházející od relevantních veřejných i komerčních institucí zveřejněné v rámci 45. Kolokvia – *šetření prognóz makroekonomického vývoje České republiky (2018 – 2021)*. Toto bylo vydáno Ministerstvem financí České republiky dne 18. 4. 2018, přičemž se průzkumu aktivně zúčastnilo 16 domácích institucí. K průzkumu byly dále přiřazeny odhady dvou zahraničních subjektů (Evropské komise a Mezinárodního měnového fondu). Seznam účastníků kolokvia je uveden v příloze tohoto materiálu.

Hlavní tendence očekávané respondenty průzkumu a přiřazenými institucemi pro roky 2018 až 2021 Ministerstvo financí shrnovalo v následujících bodech:

- v roce 2018 počítali respondenti průzkumu s růstem HDP o 3,5 %, v roce 2019 se zpomalením na 3,0 %,
- ekonomický růst měl být tažen výhradně domácí poptávkou, jejíž dynamika měla podpořit růst dovozu, růst HDP tak měly tlumit čisté vývozy, a to i přes příznivý vývoj v eurozóně,
- spotřebu domácností měl pozitivně ovlivňovat vývoj na trhu práce, odrážející se v dynamickém růstu mezd a platů, díky čemuž byl očekáván růst výdajů domácností na konečnou spotřebu v letech 2018 a 2019 o cca 4,0 % ročně,
- růst spotřeby sektoru vládních institucí měl zůstat umírněný a dosahovat cca 2,0 % ročně,
- tvorba hrubého fixního kapitálu po růstu o 5,4 % v roce 2017 měla v roce 2018 růst o 5,8 % a následným zpomalením v roce 2019 na cca 4,0 %,
- míra inflace byla pro rok 2018 účastníky očekávána ve výši 2,1 % (zpomalení proti předchozímu roku), v roce 2019 pak ve výši 2,0 %, když tlumení inflace měl pomáhat posilující měnový kurz, proinflačně měly působit naopak domácí poptávkové tlaky,
- situace na trhu práce měla odrážet příznivý ekonomický vývoj, očekáván byl růst zaměstnanosti v roce 2018 o 0,9 % a v roce 2019 o 0,4 %, přičemž byl již téměř vyčerpán prostor pro další pokles míry nezaměstnanosti, jejíž výše byla pro oba roky odhadována na 2,5 %,
- respondenti kolokvia očekávali pro roky 2018 a 2019 silný růst mezd a platů, a to o téměř 8,0 % a 6,0 %, když na dynamiku mezd a platů mimo ekonomický vývoj (nedostatek pracovní síly) měl v roce 2018 dále působit efekt zvýšení minimální a zaručené mzdy a rovněž navýšení platů v sektoru vládních institucí,
- pro rok 2018 respondenti odhadovali přebytek běžného účtu platební bilance ve výši 0,8 % HDP, v roce 2019 měl dosáhnout nepatrně nižších 0,7 % HDP.

Odhad makroekonomických veličin v rámci 45. Kolokvia Ministerstva financí ČR I.

Předpoklady		2018				2019			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
HDP zemí EA19	reálný růst v %	1,8	2,3	2,4	2,3	1,4	1,9	2,3	1,8
Cena ropy Brent	USD/barel	59	64	65	65	49	61	70	61
3M PRIBOR	průměr v %	0,9	1,0	1,1	1,0	1,3	1,7	2,0	1,4
Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů	průměr v %	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9	2,3	2,7	2,2
Měnový kurz CZK/EUR		24,9	25,1	25,2	25,1	23,9	24,6	25,0	24,7
Měnový kur USD/EUR		1,16	1,23	1,26	1,23	1,12	1,27	1,35	1,23
Hlavní indikátory		2018				2019			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
Hrubý domácí produkt	reálný růst v %	2,4	3,5	4,2	3,6	2,5	3,0	3,5	3,3
Příspěvek změny zásob	p. b.	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,8	-0,1	0,1	0,0
Příspěvek zahraničního obchodu	p. b.	-1,1	-0,3	0,3	-0,2	-0,9	0,0	1,1	-0,1
Spotřeba domácností	reálný růst v %	2,4	4,2	5,2	4,3	2,9	3,7	4,7	4,1
Spotřeba vlády	reálný růst v %	1,4	2,3	4,6	1,9	1,3	2,0	3,2	2,0
Tvorba hrubého fixního kapitálu	reálný růst v %	3,9	5,8	8,8	5,7	1,6	4,0	6,1	4,4
Deflátor HDP	růst v %	0,9	1,9	2,8	1,5	1,2	1,8	2,3	1,8
Průměrná míra inflace	v %	1,7	2,1	2,9	2,1	1,9	2,0	2,4	1,9
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	0,4	0,9	1,9	0,7	-0,3	0,4	1,6	0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	v %	2,2	2,5	3,0	2,4	2,1	2,5	3,2	2,3
Objem mezd a platů	nominální růst v %	6,7	7,8	8,7	7,7	4,0	5,8	6,8	6,5
Saldo běžného účtu	v % HDP	-0,2	0,8	1,7	0,4	-0,1	0,7	1,7	0,2

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Pro celý horizont výhledu (období 2018 – 2021) pak zúčastněné instituce dle komentářů ke grafům očekávaly zjednodušeně:

- pokračování pozvolného růstu HDP v EA19, proti předchozí predikci výhled téměř beze změny,
- stagnaci cen ropy Brent kolem 60 – 65 USD/barel, navýšení výhledu oproti předchozí predikci z listopadu 2017,
- výraznější růst krátkodobých sazeb (3M PRIBOR) vlivem postupného zpřísňování měnových podmínek v úrokové složce,
- pokračující růst výnosů českých státních dluhopisů, v případě dluhopisů se splatností 10 let v závěru prognózy k úrovni mezi 2 – 3 %,
- postupné posilování CZK vůči EUR, proti předchozím prognózám mírně rychlejší po celou dobu prognózy,
- oslabení amerického dolaru vůči euru, a to až do roku 2021, ve srovnání s předchozími dvěma výhledy postupné změny ve směru slabšího dolaru,
- postupné zpomalování růstu HDP do roku 2020 k cca 2,5 % (a totožné výši v roce 2021),
- zanedbatelný příspěvek změny zásob modelovanému růstu HDP, v rámci celé predikce záporný,
- nejasný příspěvek čistých vývozů (oscilace kolem nuly), ve srovnání s předchozí prognózou zhoršení výhledu vlivem silného růstu domácí poptávky,
- dynamický růst spotřeby domácností, zvláště v letech 2018 a 2019, s následným mírným zpomalením,
- relativně mírný a stabilní růst spotřeby vládních institucí, kolem 2 % po celou dobu výhledu,
- setrvalý růst investic (tvorba hrubého fixního kapitálu), kolem 4 % či mírně pod touto úrovní po celou dobu prognózy,
- růst deflátoru HDP v rozmezí 1 – 2 % ročně (na horní hranici v první polovině výhledu, na dolní ve druhé),
- průměrnou míru inflace po celou dobu výhledu kolem úrovně 2 %, tedy inflačního cíle ČNB,
- zpomalení (nicméně pokračování) růstu zaměstnanosti, od roku 2019 na úroveň kolem 0,5 %,
- extrémně nízkou míru nezaměstnanosti, v celém horizontu prognózy pod hranicí 3 %,

- s tím související silný růst objemu mezd a platů, zvláště v letech 2018 – 2019, v druhé polovině predikce zpomalující k 5 % ročně,
- trvale mírně přebytkový běžný účet platební bilance, v rozpětí cca 0,5 % – 1 % ročně.

Odhad makroekonomických veličin v rámci 45. Kolokvia Ministerstva financí ČR II.

Předpoklady		2020				2021			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
HDP zemí EA19	reálný růst v %	0,6	1,5	1,9	1,8	1,2	1,5	1,8	1,7
Cena ropy Brent	USD/barel	56	62	70	59	57	64	75	57
3M PRIBOR	průměr v %	1,1	2,0	2,4	1,9	1,6	2,3	2,9	2,5
Výnos do splatnosti 10letých státních dluhopisů	průměr v %	1,9	2,5	3,0	2,6	1,9	2,8	3,5	2,9
Měnový kurz CZK/EUR		23,1	24,2	24,8	24,3	22,5	23,8	24,9	23,9
Měnový kur USD/EUR		1,09	1,29	1,40	1,23	1,10	1,30	1,42	1,23

Hlavní indikátory		2020				2021			
		min.	průměr	max.	MFČR	min.	průměr	max.	MFČR
Hrubý domácí produkt	reálný růst v %	1,7	2,6	3,2	2,6	1,7	2,5	3,0	2,4
Příspěvek změny zásob	p. b.	-1,6	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0
Příspěvek zahraničního obchodu	p. b.	-1,1	0,3	2,3	0,1	-1,4	0,0	0,9	0,2
Spotřeba domácností	reálný růst v %	1,1	2,6	3,8	2,9	1,9	2,6	3,3	2,6
Spotřeba vlády	reálný růst v %	1,5	1,9	2,7	1,8	1,7	1,8	2,0	1,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	reálný růst v %	-0,4	3,6	8,3	3,0	1,8	3,4	6,1	2,8
Deflátor HDP	růst v %	-2,9	0,8	1,8	1,7	-2,8	0,9	1,9	1,9
Průměrná míra inflace	v %	1,4	1,9	2,2	1,8	1,5	1,9	2,0	1,8
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-0,1	0,5	1,6	0,2	0,0	0,5	1,9	0,1
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	v %	2,3	2,7	3,1	2,3	2,3	2,7	3,3	2,3
Objem mezd a platů	nominální růst v %	3,0	4,7	5,9	5,5	5,0	5,3	5,6	5,4
Saldo běžného účtu	v % HDP	-0,9	0,6	2,7	0,3	-0,3	0,9	2,2	0,5

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

1.5.3. Výhled ekonomiky Eurozóny a Evropské unie

Výhledy hospodaření Evropské unie jsou s ohledem na rozdílnou míru integrace jednotlivých zemí častěji a podrobněji zaměřeny na Eurozónu, tzn. 19 zemí platících eurem, než EU (28 členských zemí) jako celek.

Posledním výhledem ekonomiky Eurozóny, vydaným OECD před datem ocenění 31. 7. 2018, byl výhled č. 103 ze dne 25. 5. 2018. Dle tohoto výhledu měl ekonomický růst Eurozóny v letech 2018 a 2019 pokračovat relativně dynamickým tempem nad 2 % ročně. Uvolněná měnová politika, fiskální podpora a zlepšující se trhy práce podporovaly domácí poptávku, především prostřednictvím dynamické soukromé spotřeby. Na pozadí příznivých podmínek financování, silné globální poptávky a potřeby rozšiřovat kapacity, rostly investice. OECD očekávalo postupný růst inflace.

V Eurozóně se v období předcházejícím predikci nadále zlepšovaly ukazatele trhu práce, když míra nezaměstnanosti klesla na devítileté minimum. Navzdory tomu nicméně nebyly patrné známky silného růstu reálných mezd. Také tempo růstu spotřebitelských cen zůstávalo mírné, držené pod kontrolou posilováním eura. Jádrová inflace byla mírná. V březnu 2018 ECB opustila explicitní závazek zvýšit v případě nutnosti nákup dluhopisů, podle čehož ustoupila rizika deflace a měnová politika měla směřovat k méně expanzivnímu postoji. Inflace by postupně měla směřovat k cíli 2 %. Díky tomu by nákupy dluhopisů měla ECB snížit od října 2018 a ukončit je v prosinci 2018 a poté v druhé polovině zvýšit základní sazbu o 25 bazických bodů.

Fiskální vývoj Eurozóny očekávalo OECD mírně expanzivní, jak v roce 2018, tak 2019. Poměr veřejného dluhu k HDP v mnoha zemích zůstával nad historickými průměry. Vlády by nicméně

měly být díky pokračujícímu růstu schopny konsolidace výdajů a snižování svého zadlužení, a to prostřednictvím strukturálních reforem.

Odhad makroekonomických veličin Eurozóny dle OECD Economic Outlook No. 103

					Výhled	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	miliardy EUR	procentní změna			procentní změna	
HDP v tržních cenách	10 105,3	2,0	1,8	2,6	2,2	2,1
Výdaje domácností na spotřebu	5 597,5	1,7	1,9	1,7	1,4	1,5
Výdaje vládních institucí na spotřebu	2 118,8	1,3	1,8	1,2	1,3	1,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	1 988,9	3,0	4,5	3,2	4,2	4,1
Konečná domácí poptávka	9 705,3	1,9	2,4	2,0	2,0	2,0
Tvorba zásob	30,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Celková domácí poptávka	9 735,3	1,9	2,3	2,0	2,0	2,0
Čisté vývozy	370,0	0,1	-0,5	0,6	0,3	0,1
Doplňkové položky						
Deflátor HDP	-	1,4	0,8	1,1	1,5	1,8
Harmonizovaný index spotřebitelských cen	-	0,0	0,2	1,5	1,6	1,8
Harmonizovaný index jádrové inflace	-	0,8	0,8	1,0	1,2	1,7
Míra nezaměstnanosti (% pracovní síly)	-	10,9	10,0	9,1	8,3	7,8
Míra čistých úspor domácností (% disponibilního příjmu)	-	6,0	5,8	5,5	5,3	5,2
Saldo vládního sektoru (% HDP)	-	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,4
Hrubý dluh vládního sektoru (% HDP)	-	109,7	109,0	105,2	103,2	101,1
Hrubý dluh vládního sektoru (Maastricht) (% HDP)	-	92,4	91,4	88,9	87,0	84,9
Saldo běžného účtu platební bilance (% HDP)	-	3,8	3,7	4,0	4,0	3,9

Zdroj: OECD – Euro Area – Economic forecast summary (May 2018)

Robustní růst byl podporován dynamickou domácí i zahraniční poptávkou. Spotřeba domácností zpomalila spolu s růstem inflace, nicméně zůstávala silná díky silnému růstu zaměstnanosti. Investiční výdaje byly dynamické díky příznivým podmínkám financování, robustní poptávce a potřebě obnovy zastaralého kapitálu. Zotavení investic do residenčních nemovitostí podporovaly podmínky financování a rostoucí příjmy.

Navzdory posilujícímu euru přetrvával v roce 2017 velmi silný růst obchodu, ovšem na počátku roku 2018 některé ukazatele, včetně kvartálního růstu HDP, naznačovaly, že tempo růstu proti vysokým hodnotám z konce roku 2017 zpomalovalo. OECD očekávalo zpomalení růstu exportu s tím, jak polevovala zahraniční poptávka.

Výhled komentoval vysokou politickou nejistotu, která by mohla dále růst. Eskalace napětí v obchodě by mohla podkopat důvěru a případně investice a obchod. Brexit nebyl považován ze strany OECD za významné makroekonomické riziko pro Eurozónu jako celek, ale mohl by vážně postihnout země s nejužšími obchodními vazbami na Spojené království, pokud to opustí Evropskou unii bez jakékoli dohody. Vysoce zadlužené země by mohly mít potíže vyrovnat se s vyššími náklady financování, pokud by inflace převýšila výhled a nad očekávání rychleji se snížila monetární podpora ECB. Hlasy volající po přezkoumání nebo oslabení architektury Evropské unie by mohly oslabit důvěru mezi členskými státy, zpomalit nebo blokovat reformy podporující růst v EU. Naopak cyklické oživení světového obchodu nebo silnější důvěra vyvolaná pokračujícím růstem by mohly vést k silnějšímu než očekávanému růstu.

Na uvedeném výhledu ekonomik členských zemí OECD a některých nečlenů organizace (OECD Economic Outlook No. 103) je založen rovněž tzv. OECD Economic Surveys, který tato organizace vydává cca jednou za dva roky. Výhled pro Evropskou unii byl naposledy před datem ocenění 31. 7. 2018 zveřejněn v červnu 2018.

Ve srovnání s úžeji vymezenou Eurozónou je patrný prakticky stejný výhled tempa růstu HDP (pouze o 0,1 p.b. vyšší v případě EU v roce 2018), setrvalé o cca 1 – 1,5 p.b. nižší nezaměstnanost (jak v minulých letech, tak výhledu) a zřejmě díky tomu (spolu s menší mírou úspor) nepatrně vyšší tempo růstu výdajů domácností na spotřebu. EU jako celek rovněž vykazuje nižší míru zadlužení veřejného sektoru a o něco vyšší růst výdajů vládních institucí.

Celkově nicméně nejsou rozdíly mezi EU a Eurozónou diametrálně odlišné, a to vzhledem k podílu Eurozóny na ekonomice celé EU (který se ještě zvýší po odchodu Spojeného království z EU na konci prvního kvartálu 2019), jenž dle Eurostatu činil v roce 2017 cca 73 % (podíl Eurozóny na HDP Evropské unie). Výhledy sestavené pro Eurozónu tak lze s vědomím určité chyby aplikovat i po EU jako celek.

Odhad makroekonomických veličin EU na bázi OECD Economic Outlook No. 103

				Výhled	
	2015	2016	2017	2018	2019
Hrubý domácí produkt (HDP)	2,2	1,9	2,6	2,3	2,1
Výdaje domácností na spotřebu	2,0	2,3	2,0	1,7	1,7
Výdaje vládních institucí na spotřebu	1,3	1,6	1,2	1,5	1,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	3,5	3,0	3,8	4,3	3,9
Konečná domácí poptávka	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1
Celková domácí poptávka	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Vývoz zboží a služeb	6,0	3,6	5,7	4,7	4,6
Dovoz zboží a služeb	6,2	4,8	4,9	4,6	4,7
Další ukazatele (procentní změny, není-li uvedeno jinak)					
Potenciální HDP	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5
Produkční mezera (% potenciálního HDP)	-2,1	-1,7	-0,5	0,3	0,9
Zaměstnanost	1,2	1,7	1,4	1,3	0,9
Míra nezaměstnanosti	9,5	8,6	7,7	7,1	6,8
Deflátor HDP	1,2	0,9	1,3	1,6	1,9
Index spotřebitelských cen	0,0	0,3	1,8	1,8	1,9
Ukazatel jádrové inflace	0,9	0,9	1,2	1,4	1,9
Míra čistých úspor domácností (% disponibilního příjmu)	5,2	4,9	4,3	4,2	4,1
Saldo běžného účtu platební bilance (% HDP)	2,1	2,1	2,6	2,7	2,8
Saldo vládního sektoru (% HDP)	-2,4	-1,7	-1,0	-0,8	-0,5
Hrubý dluh vládního sektoru (Maastricht) (% HDP)	87,0	86,5	84,2	82,4	80,7
Čistý dluh vládního sektoru (% HDP)	67,5	68,5	64,9	63,1	61,2
Průměrná tříměsíční sazba na peněžním trhu	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,3

Zdroj: OECD Economic Surveys of the European Union and Euro Area 2018

1.5.4. Dlouhodobě očekávaná inflace

Parametr dlouhodobě očekávané inflace je jedním z významných veličin vstupujících do modelů výnosového očekávání (náklady kapitálu, tempa růstu generátorů hodnoty). S ohledem na délku finančních plánů pro výnosové ocenění je obecně nevhodný krátkodobý výhled, obvykle zpracováváný různými institucemi na nejbližší 1 – 2 roky.

Krátkodobé výhledy inflace platné k datu ocenění jsou popsány v předchozích kapitolách, shrnutí těchto predikcí uvádí následující tabulka.

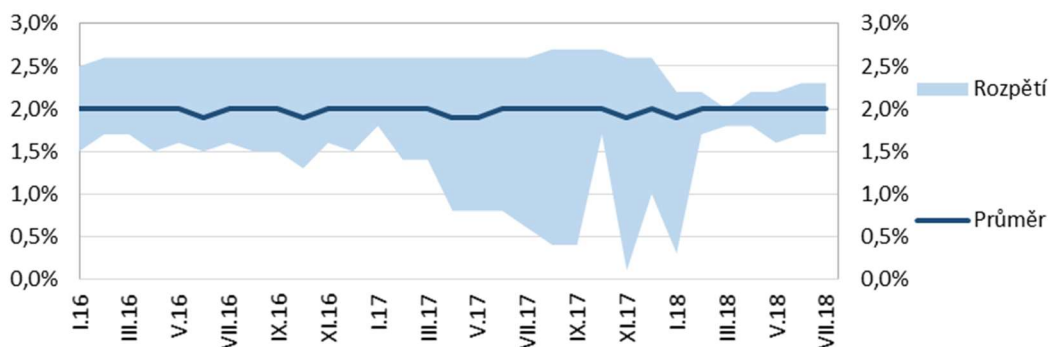
Výhledy spotřebitelské inflace platné k datu ocenění

	2018	2019	2020	2021
Predikce MFČR červenec 2018	2,20%	2,30%	n.a.	n.a.
45. Kolokvium MFČR - průměr	2,10%	2,00%	1,90%	1,90%

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Inflační očekávání na podstatně častější bázi (kolokvium MFČR 2x ročně, makroekonomická predikce MFČR 4x ročně) prezentuje rovněž ČNB, která každý měsíc vydává materiál *Inflační očekávání finančního trhu*. V tomto jsou shromažďovány predikce tuzemských, a několika zahraničních analytiků, je tak užší obdobou kolokvií MFČR s možností rychlejší reakce na měnící se podmínky.

Výhled inflace v tříletém horizontu



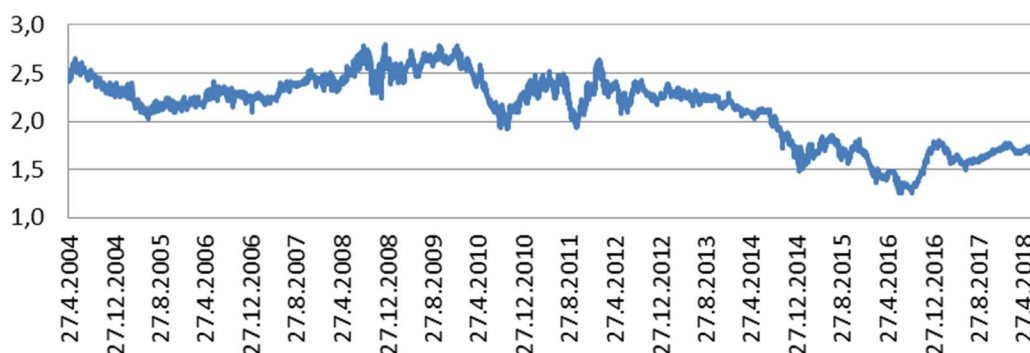
Zdroj: ČNB

K datu ocenění 31. 7. 2018 byla zveřejněna predikce založená na očekáváních 12 domácích a 3 zahraničních analytiků. V tříletém horizontu byla inflace, stejně jako v nedávné minulosti, očekávána cca na úrovni inflačního cíle ČNB, tedy v průměru kolem 2 %. Proti předchozím predikcím došlo od počátku roku 2018 k zúžení rozptylu odhadu shora i zdola (rozptyl predikcí k 31. 7. 2018 činil 1,6 – 2,3 %).

Očekávání inflace v rámci popsaného 45. Kolokvia pro období 2018 – 2021 popř. *Makroekonomické predikce MFČR z července 2018*, tzn. oscilování okolo inflačního cíle ČNB ve výši 2 %, se tak k datu ocenění jeví v kontextu aktuálnější predikce jako vcelku odpovídající. Nicméně nejde o dostatečně dlouhodobou předpověď, kterou obecně vyžaduje ocenění podniku (nejde-li o ocenění majetkové, např. simulací likvidace, pro které může být dostatečný jen několikaletý výhled).

Sledovanou předpověď dlouhodobé inflace v Eurozóně je zvláště v posledních letech tzv. inflační swap, především pětiletý (EUR Inflation Swap Forward 5Y5Y). V rámci agenturního systému Bloomberg Terminal jde o funkci *FWISEU55 Index*. Inflační swap v podstatě vyjadřuje očekávaný průměr inflace za určité období (zde 5 let) začínající určitou dobu od současnosti (zde za 5 let). K datu ocenění 31. 7. 2018 tak šlo o očekávání inflace v Eurozóně v období 1. 8. 2023 – 31. 7. 2028.

Očekávaná inflace v Eurozóně – EU Inflation Swap Forward 5Y5Y (v %)



Zdroj: Bloomberg Terminal, funkce FWISEU55 Index

K tomuto datu dosahovalo inflační očekávání v Eurozóně měřené uvedeným swapem stále poměrně nízkých hodnot, přestože došlo k oživení od historického minima zaznamenaného v průběhu roku 2016. Ukazatel je počítán od dubna 2004, přičemž se po většinu historického období pohyboval nad úrovní inflačního cíle ECB ve výši 2 %. K 31. 7. 2018 činila ovšem

hodnota očekávané inflace pouze 1,74 %, průměr předchozích 12 měsíců ležel ještě níže, jen na úrovni 1,69 %.

Vývoj spotřebitelské inflace v Eurozóně a ČR od vstupu do EU (v %)



Zdroj: Bloomberg Terminal, funkce CZCPYOY Index a ECCPEMUY Index

Očekávání evropské inflace je zároveň do značné míry relevantní i pro Českou republiku. Od vstupu České republiky do Evropské unie (1. 5. 2004) je lokální spotřebitelská inflace pozitivně korelována s inflací v Eurozóně. Tato korelace má je v čase stabilní, či roste, viz uvedené tabulky (měsíční frekvence časových řad). To ukazuje na silnou přímou závislost obou inflací, přičemž vzhledem k závislosti otevřené české ekonomiky na partnerech v EU lze předpokládat, že dlouhodobý odhad inflace v Eurozóně je v zásadě platný i pro český trh.

Dlouhodobě očekávaná inflace v Evropské unii a České republice je tak pro účely této práce zpracovatelem modelována k datu ocenění 31. 7. 2018 na úrovni cca 1,75 – 2,00 %, tedy v pásmu odpovídajícímu jak horizontu střednědobé makroekonomické predikce ČR, závěrů predikcí pro Eurozónu a EU vypracovaných OECD, tak dlouhodobému výhledu danému vývojem inflačního swapu Eurozóny.

Korelace spotřebitelské inflace Eurozóny a ČR k 31. 7. 2018

Od vstupu do EU	0,824
Posledních 10 let	0,814
Posledních 5 let	0,884

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní propočty

1.5.5. Zaměření společnosti

Společnost je tzv.:

- oznámený subjekt (č. 1391), který využívá oprávnění k činnostem při posuzování a ověřování stálosti vlastností stavebních výrobků ve vztahu k jejich základním charakteristikám ve smyslu nařízení Evropského parlamentu a Rady EU č. 305/2011 ze dne 9. 3. 2011, kterým se stanoví harmonizované podmínky pro uvádění stavebních výrobků na trh a kterým se zrušuje směrnice Rady 89/106/EHS. Toto oprávnění společnosti udělil Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví podle § 11b, odst. 3 zákona č. 221/1997 Sb., o technických požadavcích na výrobky a o změně a doplnění některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů. Oprávnění se vztahuje na následující skupiny výrobků:
 - komíny, kouřovody a specifické výrobky, prefabrikované komíny,
 - výrobky ze sádry: sádrové desky a tence, laminované podhledové prvky, sádrovláknité desky a kompozitní panely (lamináty), tvárnice, podhledové prvky a omítky, včetně příslušných doplňkových výrobků,

- instalační sestavy pro potlačení a hašení požáru, součásti systémů pro potlačení a hašení požáru,
- instalační sestavy pro řízení požáru: systémy – sestavy pro odvod kouře a tepla,
- desky na bázi dřeva bez povrchové úpravy, s povrchovou úpravou a dýhované nebo laminované pro vnitřní nebo vnější nosné konstrukce,
- tepelněizolační výrobky – hotové výrobky a výrobky určené ke zhotovení na místě,
- stavební kování pro dveře a vrata: pro použití při dělení na požární/kouřové úseky a na únikových cestách,
- sestavy lehkých obvodových plášťů – jako vnější stěny, na které se nevztahují požadavky reakce na oheň,
- geosyntetika – membrány a textilie, geotextilie, geokompozita, geomřížky, geomembrány, geosítě,
- konstrukční výrobky z rostlého dřeva,
- zdící prvky kategorie I – ve stěnách, sloupech a příčkách,
- výrobky pro tuhé podlahové povrchy – dlažební prvky, dlaždice, mozaiky, parkety, deskové nebo mřížové kryty, podlahové rošty, tuhé laminované podlahoviny, výrobky na bázi dřeva,
- podlahové stěrkové materiály (pro vnitřní použití),
- střešní krytiny a doplňkové výrobky,
- systémy pro přístup na střeche, lávky a stupadla, střešní bezpečnostní háky a kotvení,
- obkladové prvky (ve vnitřních nebo vnějších zavěšených podhledech),
- šindele (jako vnější povrchové úpravy stěn nebo stropů),
- fasádní obklady (jako vnitřní nebo vnější povrchové úpravy stěn nebo stropů),
- hydroizolační vrstvy, parotěsné vrstvy, hydroizolační pásy a fólie, střešní hydroizolační pásy a fólie (v budovách),
- hydroizolační pásy a fólie, hydroizolační vrstvy,
- střešní hydroizolační pásy a fólie,
- parotěsné vrstvy,
- střešní hydroizolační pásy a fólie,
- prefabrikované výrobky z obyčejného/lehkého betonu a autoklávovaného pórobetonu,
- výrobky pro ochranu a opravu betonu,
- autorizovaná osoba (č. 216) využívající autorizace k činnostem při posuzování shody výrobků podle nařízení vlády č. 163/2002 Sb., kterým se stanoví technické požadavky na vybrané stavební výrobky, ve znění nařízení vlády č. 312/2015 Sb. a 215/2016 Sb., přičemž rozsah autorizace je dán rozhodnutím Úřadu pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví č. 7/2016 ze dne 19. 12. 2016 pro výrobky:
 - 1/12 sestavy nenosného ztraceného bednění, které má být plněno obyčejným betonem a popřípadě železobetonem, tvořené buď z dutých tvárnic vyrobených z izolačního materiálu (nebo z kombinace izolačního materiálu a jiných materiálů),
 - 2/4 zdící prvky se zabudovanými tepelněizolačními materiály umístěnými na povrchu, který může být vystaven ohni ve stěnách a příčkách, na které se vztahují požadavky reakce na oheň s předepsanou úrovní,
 - 5/2 hydroizolace,
 - 5/6 střešní tašky, pokrývačská břidlice, kamenná krytina a šindele, prefabrikované spřažené kompozitní nebo sendvičové panely,
 - 5/7 samonosné průsvitné střešní sestavy (kromě sestav na bázi skla),
 - 5/10 vnější tepelně izolační systémy včetně montovaných s nebo bez vzduchové mezery a meziokenní vložky,
 - 5/12 výrobky pro požární přepážky a požární těsnění a výrobky pro požární ochranu (včetně ochranných povrchových úprav),
 - 5/13 výrobky pro protipožární ochranné nátěry, obklady a nástřiky,
 - 6/1 tabule plochého nebo zakřiveného skla, profilované sklo, izolační skla,
 - 6/5 skleněné tvárnice a stěnové panely ze skleněných tvárnic,
 - 7/8 trubní sestavy, trubky, nádrže, poplachové systémy pro únik a zařízení pro prevenci proti přeplnění, armatury, adheziva, spoje, těsnění pro spoje a těsnicí vložky, potrubí a ochranné vedení, nosné konstrukce pro trubky a potrubí, bezpečnostní příslušenství (kromě trubních sestav a jejich prvků z plastů a pryže),
 - 7/10 trubní sestavy, trubky, nádrže, poplachové systémy pro únik a zařízení pro prevenci proti přeplnění, armatury, adheziva, těsnění pro spoje a těsnicí vložky, potrubí,

- nosné konstrukce pro trubky a potrubí, bezpečnostní příslušenství (kromě plastových trubních sestav, plynových hadic a přechodových spojů),
- 8/1 okna, dveře a vrata (s příslušným kováním a bez něho) pro dělení na požární/kouřové úseky a na únikových cestách,
 - 8/2 stavební kování pro dveře a vrata pro dělení na požární/kouřové úseky a na únikových cestách, pro ochranu proti tlakové vodě,
 - 8/3 okna, dveře a vrata (s příslušným kováním a bez něho) pro použití, na která se vztahují další specifické požadavky, zejména ochrana proti hluku a tepelná ochrana, těsnost a bezpečnost při užívání,
 - 8/5 zárubně,
 - 8/6 střešní světlíky, střešní okna,
 - 9/7 sestavy vnitřních příček,
 - 9/8 konstrukční těsněné sestavy zasklení s mechanickými prostředky pro přenos vlastní váhy tabulí do těsněného úložného rámu a odtud do nosné konstrukce pro vnější stěny a zastřešení,
 - 9/9 sestavy lehkých obvodových plášťů,
 - 10/1 prefabrikované komíny (prvky na výšku podlaží), komínové vložky (prvky nebo bloky), vícevrstvé komíny (prvky nebo bloky), jednovrstvé komínové bloky, díly volně stojících komínů a přilehlých komínů,
 - 10/2 komínové hlavy,
 - 10/3 stabilní požární systémy (výrobky pro požární poplach/detekci, stabilní hašení požáru, řízení požáru a kouře a pro potlačování výbuchu (kromě výrobků pro potlačování výbuchu),
 - 10/4 požární uzávěry mimo výrobky uvedené pod pořadovým číslem 1 v tab. 8,
 - 10/9 rozvodné systémy vzduchotechnických a klimatizačních zařízení,
 - 10/10 upevňovací prvky a upevňovací systémy pro potrubní rozvody a rozvody vzduchotechniky,
 - 10/14 nástěnné rozvaděče pro montáž na povrchu a nástěnné zapuštěné rozvaděče,
 - 10/16 systémy pro ochranu kabelových tras proti požáru,
 - 10/17 kabelové trasy se zachováním funkčnosti v podmínkách požáru,
 - 11/5 panely, obkladové desky, prvky a profily, fasádní obklady, zavěšené podhledy, závěsné kostry, krytiny v rolích a šindele,
 - 11/6 sádkartonové desky, omítky a tence laminované podhledové prvky, sádrovláknité desky a kompozitní panely (lamináty), včetně příslušných doplňkových výrobků,
 - autorizovaná osoba (č. 216) využívající autorizace k činnostem při posuzování shody výrobků podle nařízení vlády č. 173/1997 Sb., kterým se stanoví vybrané výrobky k posuzování shody, kde rozsah autorizace je dán rozhodnutím Úřadu pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví č. 6/2004 ze dne 16. 2. 20004 pro výrobky:
 - hasiva kromě vody bez přísad,
 - požární hadice,
 - požární proudnice,
 - požární armatury,
 - certifikační orgán pro certifikaci výrobků (č. 3041) akreditovaný Českým institutem pro akreditaci, o.p.s. na základě posouzení splnění akreditačních kritérií podle ČSN EN ISO/IEC 17065 a po zjištění, že certifikační orgán je odborně způsobilý objektivně a nezávisle vykonávat certifikaci v rozsahu předmětu akreditace; předmětem akreditace je certifikace výrobků v oblasti stavebních, požárně bezpečnostních zařízení a chemických výrobků a požární klasifikace stavebních výrobků v rozsahu přílohy k osvědčení o akreditaci; certifikační orgán certifikuje stavební výrobky regulované sféry, tj. výrobky podle příslušných nařízení vlády, ale také výrobky neregulované sféry, tj. provádí tzv. nepovinnou certifikaci např. pro marketingové účely; certifikace je udělována výrobkům, jako jsou:
 - stavební výrobky a prvky jako např.:
 - montované stavby ze dřeva, plastů nebo kovů, dveře, okna, podlahové krytiny, obklady, desky, listy, filmy, folie a pásy z plastů i jiných materiálů, výrobky stavebního truhlářství a tesařství,
 - tabulové sklo, ploché sklo (ohýbané, zabroušené, ryté, zrcadla), rohože, rouna, matrace, desky apod. netkané výrobky ze skleněných vláken, stavební sklo (dlaždice, desky, cihly, pěnové izolační sklo),

- krytinové tašky, obkladačky, dlaždice, cihly, tvárnice a podobné výrobky z cementu, betonu, přírodního nebo umělého kamene (též vyztužené), výrobky ze sádry pro stavební účely,
- cementy, malty, betony a podobné směsi žáruvzdorné i ostatní,
- výrobky z cementu, betonu, umělého kamene, sádry, asfaltu, osinku a směsí, výrobky z jiných materiálů,
- trouby, trubky, hadice,
- konstrukce a jejich díly ze železa, oceli, hliníku nebo plastů,
- zámky a kování, spojovací materiály,
- armatury, klimatizační zařízení, ventilátory (kromě stolních), díly chladicích a mrazicích čerpadel a tepelných čerpadel,
- pryžové výrobky,
- výrobky z plastů pro stavebnictví,
- keramické výrobky žáruvzdorné,
- požárně bezpečnostní zařízení a věcné prostředky požární ochrany jako např.:
 - stabilní hasicí zařízení, samočinné hasicí systémy, požární hydranty, protivýbuchové systémy,
 - zařízení pro usměrňování pohybu kouře a tepla při požáru, zařízení pro nucený nebo přirozený odvod kouře a tepla, kouřové klapky, kouřotěsné dveře,
 - elektrická požární signalizace,
 - požární proudnice a armatury,
 - hasiva,
 - požární čerpadla,
- požární klasifikace stavebních výrobků a konstrukcí staveb,
- ostatní výrobky jako např.:
 - hořlavé kapaliny,
 - nátěrové barvy,
 - ostatní chemické produkty,
- inspekční orgán, jehož předmětem činnosti je inspekční činnost typu A v oblasti požárně bezpečnostních zařízení a ochrany konstrukcí ve stavbách:
 - inspekce sprinklerových stabilních hasicích zařízení,
 - inspekce protipožárních nátěrů na ocelových konstrukcích,
 - inspekce protipožárních nástřiků na ocelových konstrukcích,
- požární zkušebna (č. 1026) působící na základě akreditace vydané Českým institutem pro akreditaci, o.p.s. na základě posouzení splnění akreditačních kritérií podle ČSN EN ISO/IEC 17025, přičemž předmětem zkoušek jsou:
 - zkoušení reakce stavebních výrobků na oheň, včetně podlahových krytin – zkouška SBI, zkouška nehořlavosti, zkouška malým zdrojem plamene, stanovení spalného tepla, stanovení chování při hoření užitím zdroje sálavého tepla, stanovení reakce na oheň zavěšených podhledů, dřevěných podlahovin a napínaných podhledů,
 - zkoušení požární odolnosti stavebních konstrukcí – stěny, podhledy, závěsové stěny, stropy a střechy, nosníky, sloupy, balkony a rampy, schodiště, provozní instalace (vzduchotechnická potrubí, požární klapky, těsnění prostupů, těsnění spár, kabelové ucpávky, těsnicí systémy prostupů potrubí požárně dělicími konstrukcemi, zdvojené podlahy a duté mezistropy, dopravníkové systémy a jejich uzávěry), betonové konstrukce, ocelové prvky, dřevěné konstrukce; dveřní a uzávěrové soustavy, kouřotěsnost požárních uzávěrů, výtahové šachetní dveře,
 - zkoušení požárně technických a mechanických vlastností stavebních výrobků a konstrukcí – stanovení šíření požáru střešním pláštěm, odolnost proti požáru bezpečnostních úschovných objektů, odolnost dveří, oken, rolet, okenic proti svislému zatížení, proti statickému kroucení; proti nárazu měkkým a těžkým tělesem, proti nárazu tvrdým tělesem, proti opakovanému otevírání a zavírání, hodnocení odkapávání hmot z podhledů stropů a střech, zkoušení komínů a komínových vložek,
 - zkoušení požárně bezpečnostních zařízení – zařízení pro usměrňování pohybu kouře a tepla, odtahové zařízení pro přirozený odvod kouře a tepla: zkouška spolehlivosti, zkouška otevírání při zatížení, zkouška při nízké teplotě okolí, zkouška při zatížení větrem, zkouška při působení tepla, ventilátory pro nucený odvod kouře a tepla: zkouška výkonnosti ventilátorů při vysoké teplotě, zkouška provozu pod zatížením,
 - zkoušení komínů a komínových vložek,

- zkoušení kabelů a kabelových nosných konstrukcí – stanovení třídy funkčnosti kabelů a kabelových nosných konstrukcí, zkoušky šíření plamene, určení stupně kyselosti plynů během hoření kabelů, měření hustoty kouře, zkoušky celistvosti kabelů,
- zkoušení technických prostředků a zařízení požární ochrany, včetně zkoušek hasiv,
- zkoušení požárně technických charakteristik hmot, látek materiálů a výrobků – plastů, textilních materiálů, materiálů pro konstrukci letadel, lodí, kolejových a silničních vozidel, kabelů, čalouněného nábytku, ochranných pracovních prostředků, nebezpečných látek, přípravků a odpadů a řady dalších výrobků podle mezinárodních EN a ISO, českých i zahraničních zkušebních norem a předpisů,
- zkoušky elektrických kabelů za podmínek požáru.

1.5.6. Státní kontrola trhu

Z popisu činností oceňované společnosti je patrné, že působí na silně regulovaném trhu, na kterém uplatňuje stát prostřednictvím svých organizačních složek svůj vliv především cestou udělování povolení k činnosti a jejich kontrolou.

Jednotlivé společnosti na trhu působí na základě udělené autorizace (Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví zřízený zákonem č. 20/1993 Sb. pro zabezpečení výkonu státní správy v oblasti technické normalizace, metrologie a státního zkušebnictví), popř. akreditace (Český institut po akreditaci, o.p.s. pověřený vládou České republiky jako národní akreditační orgán).

Prostřednictvím uvedených oprávnění (autorizace) stát pověřuje další subjekty k činnostem při posuzování shody výrobků zahrnujícím i posuzování činností souvisejících s jejich výrobou, popř. opakovaným použitím, a vymezených v technických předpisech. Zkušebními procedurám se povinně podrobují ty výrobky, u nichž to stanoví právní předpis. Definovány jsou tzv. stanovené výrobky, které představují zvýšenou míru ohrožení oprávněného zájmu.

Autorizovanou osobou je právnická osoba pověřená Úřadem pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví k činnostem při posuzování shody výrobků zahrnujícím i posuzování činností souvisejících s jejich výrobou, popřípadě s jejich opakovaným použitím. Pokud je tato autorizovaná osoba oznámena orgánům Evropského společenství a příslušným orgánům členských států Evropské unie, stává se notifikovanou osobou, která je oprávněna svoje služby poskytovat v rámci Evropské unie stejně jako notifikované osoby ostatních členských států EU.

Posuzování shody je jednou z podmínek pro uvedení stanovených výrobků na trh. Zajišťují ho výrobce, popř. pokud tak stanoví nařízení vlády, dovozce, postupem posouzení shody stanoveným pro daný výrobek v příslušném nařízení vlády nebo podle přímo použitelného předpisu EU. Přitom je vždy jednoznačně stanoveno, zda úkony při posuzování může provést výrobce (dovozce) sám nebo zda některé tyto úkony musí vyžádat u autorizované nebo oznámené osoby.

O autorizaci osoby rozhoduje Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví na základě posouzení podmínek k řádnému zajištění činnosti při posuzování shody stanovených příslušným nařízením vlády (popř. zákonem č. 22/1997 Sb. o technických požadavcích na výrobky). Podmínkami jsou:

- odborná úroveň ve vztahu k procesu posuzování shody,
- neexistence finančních nebo jiných zájmů, které by mohly ovlivnit výsledky činnosti autorizované osoby,
- vybavení vlastními zařízeními k technickým a administrativním úkonům a dostupnost zařízení pro speciální posuzování,
- existence nezbytného počtu zaměstnanců s odborným výcvikem, znalostmi a schopnostmi,
- existence závazku zaměstnanců k mlčenlivosti o skutečnostech, o nichž se dozvídají při činnosti autorizované osoby,
- existence závazku uzavřít v rozsahu udělené autorizace smlouvu o provedení úkonů podle stanoveného postupu posuzování shody.

Odbornou úroveň je myšlena dokonalá znalost příslušného nařízení vlády a technických požadavků; znalost stanovených výrobků, včetně příslušných technických specifikací; znalost postupů posuzování shody; znalost stavu vědeckých a technických poznatků známých v době uvedení výrobků na trh; sledování vývoje v evropské normalizaci a aktivní zapojení do tohoto procesu; všestranná způsobilost ke zkoušení a dalším postupům posuzování shody podle příslušného nařízení vlády či jiného technického předpisu v rozsahu uvedeném v žádosti o autorizaci.

Autorizovaná osoba musí vlastnit nebo mít k dispozici zařízení nezbytná pro zajištění činností u všech položek uvedených v analýze způsobilosti. Speciálním posuzování se rozumí posuzování s využitím unikátních nebo nikoli běžných zařízení nebo posuzování pouze konkrétních dílčích úkolů. Využití subdodávek je možné pouze za podmínek, že subdodavatel splňuje stejné požadavky na odbornou způsobilost, nestrannost a nezávislost jako autorizovaná osoba.

Zaměstnanci odpovědní za provádění činností autorizované osoby musí mít odpovídající technické a odborné vzdělání; dostatečné znalosti o požadavcích na prováděné zkoušky a posuzování a dostatečné praktické zkušenosti z provádění takových činností; schopnost vystavovat certifikáty vypracovávat záznamy, zprávy, protokoly a jiné dokumenty vyžadované příslušným nařízením vlády pro doložení provedených zkoušek a posouzení; profesní bezúhonnost.

1.5.7. Konkurenční společnosti

Za relevantní konkurenci, resp. spíše porovnatelné subjekty, lze v případě společnosti považovat osoby, které působí na základě obdobných oprávnění. Jedná se především o autorizované osoby, jejichž seznamy pro příslušné skupiny vybraných výrobků uvádí na svém webu Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví. V případě oceňované společnosti jsou dle názoru zpracovatele relevantní seznamy pro:

- stavební výrobky a
- vybrané výrobky.

Přehled subjektů autorizovaných k činnostem při posuzování shody vybraných stavebních výrobků podle nařízení vlády 163/2002 Sb. uvádí na svém webu Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví (v sekci Státní zkušebnictví → Stanovené výrobky → Stavební výrobky) v následující podobě:

- AO 201 – Elektrotechnický zkušební ústav, s.p., se sídlem Praha 8 – Troja, Pod lisem 129/2, PSČ 171 02, IČ 000 01 481,
- AO 202 – Strojírenský zkušební ústav, s.p., se sídlem Brno – Medlánky, Hudcova 424/56b, PSČ 621 00, IČ 000 01 490,
- AO 204 – Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 811/76a, PSČ 190 00, IČ 000 15 679,
- AO 205 – STAVCERT, zájmové sdružení právnických osob, se sídlem Praha 7 – Holešovice, U Výstaviště 138/3, PSČ 170 00, IČ 673 64 209,
- AO 208 – Silniční vývoj – ZDZ, s.r.o., Brno – Židenice, Jílkova 1634/76, PSČ 615 00, IČ 645 07 181,
- AO 209 – Mendelova univerzita v Brně, se sídlem Brno-sever – Černá Pole, Zemědělská 1665/1, PSČ 613 00, IČ 621 56 489,
- AO 210 – FYZIKÁLNĚ TECHNICKÝ ZKUŠEBNÍ ÚSTAV, státní podnik, se sídlem Ostrava – Radvanice, Pikartská 1337/7, PSČ 716 00, IČ 005 77 880,
- AO 211 – TÜV SÜD Czech s.r.o., se sídlem Praha 4, Novodvorská 994, PSČ 142 21, IČ 639 87 121,
- AO 212 – Centrum stavebního inženýrství, a.s., se sídlem Praha 10 – Hostivař, Pražská 16, PSČ 102 00, IČ 452 74 860,
- AO 216 – PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174

- AO 218 – Zkušebna kamene a kameniva, s.r.o., se sídlem Hořice, Husova 675, PSČ 508 01, IČ 648 28 042,
- AO 219 – Textilní zkušební ústav, s.p., se sídlem Brno – Staré Brno, Václavská 237/6, PSČ 603 00, IČ 000 13 251,
- AO 221 – Ministerstvo vnitra, generální ředitelství Hasičského záchranného sboru České republiky, Technický ústav požární ochrany MV, se sídlem Praha 4 – Modřany, Písková 42, PSČ 143 00,
- AO 222 – Výzkumný a vývojový ústav dřevařský, Praha, s.p., se sídlem Praha 1, Na Florenci 7-9, č.p. 1685-1686, PSČ 111 71, IČ 000 14 125,
- AO 224 – Institut pro testování a certifikaci, a.s., se sídlem Zlín – Louky, třída Tomáše Bati 299, PSČ 763 02, IČ 479 10 381,
- AO 225 – IKATES, s.r.o., se sídlem Teplice – Řetenice, Tolstého 186, PSČ 415 03, IČ 250 32 836,
- AO 227 – Výzkumný ústav pozemních staveb – Certifikační společnost, s.r.o., se sídlem Praha 10 – Hostivař, Pražská 810/16, PSČ 102 00, IČ 250 52 063,
- AO 238 – QUALIFORM, a.s., se sídlem Brno – Bosonohy, Mlaty 672/8, PSČ 642 00, IČ 494 50 263,
- AO 242 – Výzkumný ústav pro hnědé uhlí a.s., se sídlem Most, tř. Budovatelů 2830/3, PSČ 434 01, IČ 445 69 181,
- AO 254 – SILMOS-Q, s.r.o., se sídlem Brno, Křižíkova 70, PSČ 612 00, IČ 269 18 927,
- AO 260 – Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, se sídlem Ostrava – Poruba, 17. listopadu 2172/15, PSČ 708 33, IČ 619 89 100.

Přehled subjektů autorizovaných k činnostem při posuzování shody vybraných výrobků ve znění nařízení vlády č. 173/1997 Sb. uvádí na svém webu Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví (v sekci Státní zkušebnictví → Stanovené výrobky → Vybrané výrobky) v této podobě:

- AO 202 – Strojírenský zkušební ústav, s.p., se sídlem Brno – Medlánky, Hudcova 424/56b, PSČ 621 00, IČ 000 01 490,
- AO 204 – Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 811/76a, PSČ 190 00, IČ 000 15 679,
- AO 211 – TÜV SÜD Czech s.r.o., se sídlem Praha 4, Novodvorská 994, PSČ 142 21, IČ 639 87 121,
- AO 216 – PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174
- AO 221 – Ministerstvo vnitra, generální ředitelství Hasičského záchranného sboru České republiky, Technický ústav požární ochrany MV, se sídlem Praha 4 – Modřany, Písková 42, PSČ 143 00,
- AO 224 – Institut pro testování a certifikaci, a.s., se sídlem Zlín – Louky, třída Tomáše Bati 299, PSČ 763 02, IČ 479 10 381.

Patrné je, že druhý seznam subjektů autorizovaných k činnostem při posuzování shody vybraných výrobků (dle nařízení vlády č. 173/1997 Sb.) je podmnožinou předchozího (dle nařízení vlády č. 163/2002 Sb.), který tak lze považovat za stěžejní.

Pro účely odhadu objemu a vývoje relevantního trhu a následně i finanční analýzy byly zpracovatelem shromážděny finanční údaje o uvedených společnostech, a to:

- finanční výkazy informačního systému MagnusWeb Bisnode dle CAS 2003 a 2016, tzn. dostupné údaje od roku 2003,
- v případě absence některých údajů ve výše uvedených sestavách – typicky chybějící údaje o aktivech brutto v některých letech či nedoplněné, ale ve Sbírce listin již zveřejněné údaje za poslední finanční rok (zde 2017) byly tyto údaje doplněny ručně zpracovatelem, podobně jako údaj o průměrném přepočteném počtu zaměstnanců,
- finanční výkazy dle CAS 2003 byly v souladu s metodikou uvedenou v českém účetním standardu č. 024 Srovnatelné období za účetní období započaté v roce 2016 převedeny do podoby účetní závěrky aktuální k datu zpracování ocenění.

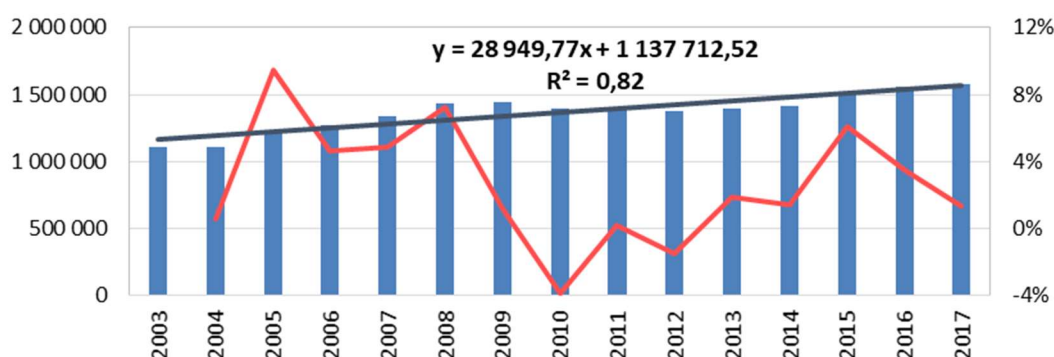
1.5.8. Velikost trhu a tržní pozice

Relevantním trhem společnosti je:

- z geografického hlediska především Česká republika, popř. Evropská unie,
- z hlediska produktu (zde služby) je v případě společnosti trh definován příslušnými právními normami, na základě kterých byly společnosti uděleny příslušné autorizace a oprávnění, a především rozsahem těchto oprávnění.

S ohledem na různé zaměření jednotlivých autorizovaných osob, tzn. zkoušení, testování, certifikace, posuzování shody, inspekce atd. odlišných výrobků, nelze v případě oceňované společnosti hovořit o homogenním trhu, byť se činnost konkrétních subjektů může více či méně překrývat. Pro účel tohoto ocenění je trh definován tržbami výše vyjmenovaných osob autorizovaných k činnostem při posuzování shody vybraných stavebních výrobků.

Souhrnné tržby porovnávaných společností, linie jejich trendu (v tisících CZK) a meziroční tempo růstu (v %)



Zdroj: účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

Souhrnné tržby vyjmenované skupiny autorizovaných osob převyšují v posledních letech hodnotu 1,5 miliardy CZK.

V letech 2003 – 2017 rostly tržby všech sledovaných společností průměrným tempem 2,6 %, nicméně je třeba reflektovat skutečnost, že ne všechny společnosti zveřejnily své účetní závěrky jak na počátku (2 v roce 2003), tak zvláště konci sledovaného období (2 v roce 2016 a 5 v roce 2017). Jedná se nicméně o relativně malé subjekty, jejichž podíl na celkových tržbách skupiny není velký. Přesto lze uvažovat, že průměrné tempo růstu tržeb kalkulované z kompletních dat by bylo mírně vyšší, s vysokou pravděpodobností ale stále pod či maximálně na úrovni 3 % ročně.

V grafu znázorňujícím vývoj souhrnných tržeb porovnávané skupiny společností je patrný poměrně svižný růst do roku 2008 následovaný útlumem v dalších letech, který až v závěru sledovaného období (cca poslední tři roky) vystřídal další období růstu.

Při srovnání s vývojem reálného HDP je patrné, že vývoj celkových tržeb uvedených společností koresponduje s vývojem reálné ekonomiky, a to s určitým zpožděním, když např. největší propad tržeb v krizovém období na trhu nastal v roce 2010, zatímco v případě HDP šlo již o rok 2009. Koeficient korelace ročních dat za období 2004 – 2017 je 0,50 v případě růstu trhu a HDP ČR a 0,21 v případě trhu a HDP EU, ovšem při posunu časové řady trhu o rok zpět – nebo naopak řady HDP o rok vpřed – dosahuje korelační koeficient hodnoty 0,74 při srovnání trhu a HDP ČR, resp. 0,69 při kombinaci růstu trhu a růstu HDP EU.

Zpracovatel rovněž provedl porovnání s vývojem stavebnictví (index stavební produkce dle ČSÚ ve stálých i běžných cenách), nicméně tento s ohledem na dlouhodobé potíže stavebnictví v pokrizových letech (dlouhodobý pokles trhu v období 2009 – 2013 a následně opět v roce 2016), nalezená závislost nicméně není tak silná, jako v případě HDP (resp. je silnější ve

variantě bez posunu časové řady – cca 0,60, ale nedochází k jejímu zlepšení při zohlednění případného zpoždění trhu).

Tempo růstu trhu a reálného HDP



Zdroj: účetní závěrky porovnávaných společností, ČSÚ, Bloomberg, vlastní propočet

Z hlediska velikosti tržeb je na trhu zřejmé významné postavení společnosti TÜV SÜD Czech s.r.o., a to zvláště od roku 2009, kdy sfúzovala se sesterskou TÜV SÜD Auto CZ s.r.o. Mezi významné subjekty dále patří Institut pro testování a certifikaci, a.s. a trojice státních podniků: Elektrotechnický zkušební ústav, s.p., Strojírenský zkušební ústav, s.p. a Technický zkušební ústav stavební, s.p.

Ve sledované skupině osmnácti společností je celkem šest státních podniků (tzn. 33 %), s celkovým podílem na tržbách celé skupiny cca 35 %. Technický a zkušební ústav stavební, s.p. je dále jediným akcionářem společnosti QUALIFORM, a.s. a většinovým akcionářem oceňované společnosti. Z toho vyplývá, že si stát udržuje významný podíl na trhu a neuplatňuje svůj vliv jen prostřednictvím autorizačních/akreditačních/certifikačních agentur.

Z pohledu oceňované společnosti se zpracovatelé jeví z tohoto pohledu jako podstatné, že je napojena na státní podnik. Samotná tržní pozice oceňované společnosti je poměrně limitovaná, velikostí tržeb se řadí cca do poloviny celé skupiny sledovaných podniků, vzhledem k odstupu hlavních tržních hráčů jde nicméně o podnik relativně malý.

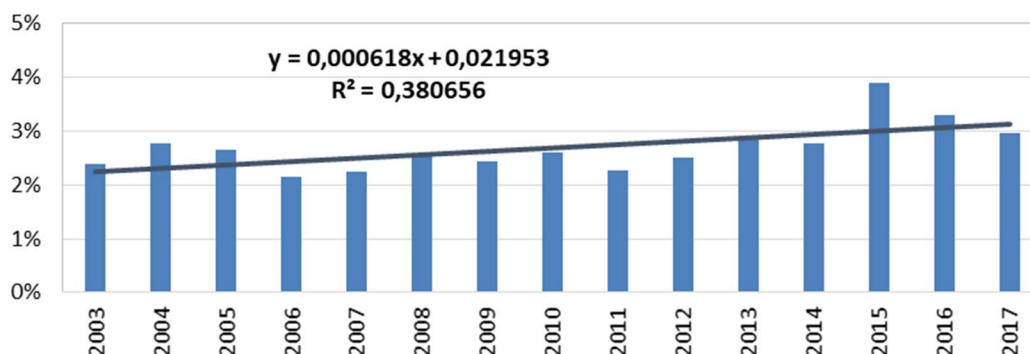
Tržby jednotlivých porovnávaných společností (v tisících CZK)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
PAVUS, a.s.	26 369	30 877	32 227	27 395	30 042	36 421	35 264	36 206	31 542	34 445	39 669	39 527	58 689	51 345	46 769
Elektrotechnický zkušební ústav, s.p.	97 355	89 675	90 072	90 017	108 755	115 168	106 123	111 993	100 999	107 589	103 382	104 045	106 131	118 239	128 266
Strojírenský zkušební ústav, s.p.	97 927	98 486	94 988	105 035	112 638	112 265	109 610	102 716	100 252	103 110	113 372	121 935	127 750	132 988	134 890
Technický a zkušební ústav stavební, s.p.	179 905	189 657	213 805	217 978	212 028	210 946	235 119	224 720	227 004	208 130	202 257	199 809	209 516	218 105	217 966
Silniční vývoj – ZDZ, spol. s r.o.	7 701	7 659	8 515	7 710	n.a.	9 923	10 197	11 024	10 027	13 510	11 327	11 317	13 295	11 808	n.a.
Fyzikální technický zkušební ústav, státní podnik	26 194	25 329	27 828	28 784	32 463	37 785	38 165	40 801	36 327	37 863	39 534	39 502	39 576	37 659	41 716
TÜV SÜD Czech s. r. o.	158 139	173 138	178 457	194 898	198 654	212 912	436 792	406 252	419 207	416 559	435 342	457 913	482 458	524 291	595 511
TÜV SÜD Auto CZ s.r.o.	124 979	126 672	172 717	185 556	196 957	240 077									
Centrum stavebního inženýrství, a.s.	66 530	68 956	71 891	70 651	72 465	71 437	75 414	71 729	66 103	59 749	56 990	54 557	54 598	54 946	n.a.
Zkušebna kamene a kameniva, s. r. o.	23 134	23 925	18 401	20 578	25 407	25 094	26 444	24 454	24 605	23 246	22 001	22 148	23 545	n.a.	n.a.
Textilní zkušební ústav, s.p.	20 838	16 181	17 857	17 600	18 112	17 089	17 109	15 840	20 703	18 946	20 327	26 792	24 470	31 150	36 034
Výzkumný a vývojový ústav dřevařský, Praha, s.p.	25 331	19 377	20 404	16 499	18 320	18 576	14 881	14 591	15 717	15 425	13 483	13 711	15 141	19 070	20 382
Institut pro testování a certifikaci, a.s.	109 478	112 251	107 988	120 988	132 482	153 973	156 909	163 410	176 769	194 448	208 308	195 502	211 910	244 192	238 676
IKATES, s. r. o.	n.a.	5 527	6 228	8 650	11 660	11 047	9 791	10 678	10 701	9 621	10 609	9 351	10 845	11 967	12 774
Výzkumný ústav pozemních staveb - Certifikační společnost, s. r. o.	27 166	26 055	30 063	25 578	29 154	30 171	30 224	28 152	25 401	22 943	18 535	19 445	18 839	n.a.	n.a.
QUALIFORM, a.s.	44 792	27 863	53 911	61 690	56 359	50 897	53 428	56 234	56 688	33 422	22 528	25 751	30 351	33 308	43 543
Výzkumný ústav pro hnědé uhlí a.s.	68 346	59 843	61 057	63 508	69 365	66 815	81 176	72 934	60 903	65 062	72 851	68 691	68 855	59 628	63 809
SILMOS-Q, s.r.o.	n.a.	8 824	8 957	8 929	9 180	9 828	10 636	n.a.	11 232	9 867	9 770	9 970	10 428	10 495	n.a.

Zdroj: účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

Podíl společnosti na tržbách uvedené skupiny se pohybuje v rozmezí cca 2 – 3 %, přičemž jej lze považovat za stabilní (podíl tržeb společnosti PAVUS, a.s. na tržbách celé uvedené skupiny společností za období 2003 – 2017 je cca 2,7 %). Nižší uvedený graf naznačuje růst tržního podílu v čase, což je nicméně významně ovlivněno jednorázovým růstem tržeb v roce 2015. Bez tohoto efektu je tržní podíl společnosti stabilní, popř. velmi mírně rostoucí, nicméně s určitostí pod 3 %.

Podíl tržeb oceňované společnosti na tržbách porovnávané skupiny



Zdroj: účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

1.5.9. Hodnocení vnějšího potenciálu

Výše uvedené kapitoly v základu popisují relevantní trh společnosti PAVUS, a.s., tedy jeho geografické vymezení, hlavní konkurenty / porovnatelné společnosti, s ohledem na specifika oboru dále rámec regulace, resp. skutečnost, že činnost společností v oboru je na ně do značné míry delegována státem, který si nad nimi zachovává kontrolní funkci, a také na trhu sám aktivně působí, když řada subjektů má právní formu státního podniku (včetně většinového akcionáře oceňované společnosti).

V rámci analýzy atraktivity trhu bývají za faktory doporučené k posouzení označovány např.:

1. velikost trhu,
2. růst trhu,
3. intenzita konkurence,
4. průměrná rentabilita,
5. bariéry vstupu,
6. možnosti substituce,
7. citlivost na konjunkturu,
8. struktura zákazníků,
9. vlivy prostředí.

Tyto faktory lze v zásadě ztotožnit s body popsány v předchozích kapitolách.

1. Velikost trhu – relevantním trhem společnosti je z hlediska produktu teoreticky celá Evropská unie, když je v této možno působit jako tzv. notifikovaná osoba, tedy po získání tuzemské autorizace na základě oznámení orgánům Evropského společenství a příslušným orgánům členských států EU i v těchto státech. Hlavním trhem oceňované společnosti nicméně nadále zůstává Česká republika, v níž je generována většina tržeb (cca 70 %) a širší portfolio služeb (v zahraničí téměř výhradně zkušebnictví v pozemním stavitelství). Český trh měřený sumou tržeb autorizovaných osob pro stavební výrobky má objem cca 1,6 miliardy CZK. Řádově sice převyšuje objem tržeb oceňované společnosti, ale nelze jej označit za velký (HDP ČR v běžných cenách v roce 2017 přesáhlo 5 bilionů CZK, podíl vymezeného trhu na HDP činil cca 0,03 %).
2. Růst trhu – růst trhu vykazuje podobné tendence, jako vývoj HDP, tzn. růst souhrnných tržeb participujících společností v době ekonomické konjunktury a naopak útlum v době recese. Korelace je kladná zvláště při zohlednění určitého zpoždění vývoje trhu za vývojem ekonomiky. Dlouhodobý růst trhu v běžných cenách se pohybuje mírně pod hodnotou 3 % ročně, tedy cca 1 – 1,5 p.b. nad úrovní inflace (průměrný růst cen průmyslových výrobců v letech 2003 – 2017 činil 1,3 %, v případě spotřebitelských cen šlo o 2,0 %). Fyzický růst trhu je pod průměrným růstem reálného HDP.

3. Intenzita konkurence – konkurence je do značné míry limitována zákonnými podmínkami pro získání oprávnění působit v oboru (autorizace, akreditace, certifikace), podmínkami pro zachování těchto oprávnění a rozsahem oprávnění, který se u jednotlivých společností liší.
4. Průměrná rentabilita – finanční parametry jsou hodnoceny především v rámci finanční analýzy. Dle materiálů *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2017*, resp. *za rok 2016* vypracovaných MPO dosáhla rentabilita aktiv (EBIT/Aktiva) v letech 2015 – 2017 v případě nefinančních podniků jako celku hodnot 7,73 %, 7,24 % a 7,48 %, marže EBIT (EBIT/Tržby) pak za stejné období dosahovala 7,67 %, 7,48 %, 7,30 %. V případě definovaného oboru činila v těchto letech rentabilita vlastního kapitálu 4,3 – 7,6 % v případě mediánu, resp. 9 – 10,5 % u tržbami váženého průměru, marže EBIT pak 3,7 – 6,9 % v případě mediánu, resp. 3,5 – 5,2 % u tržbami váženého průměru. Marže jsou tak ve srovnání s ekonomickými subjekty jako celkem o něco slabší, rentabilita vlastního kapitálu je závislá na velikosti subjektů, lepší je u větších hráčů na trhu, medián naopak o něco zaostává za nefinančními podniky jako celkem.
5. Bariéry vstupu – bariéry lze považovat s ohledem na nutnost autorizace a její podmínky za vysoké. Autorizovaná osoba je povinna disponovat vysokou odbornou úrovní ve vztahu k procesu posuzování shody, dostatečným počtem odborně zdatných zaměstnanců, vlastními zařízeními k technickým a administrativním úkonům, mít přístup k specializovanému vybavení atd.
6. Možnosti substituce – vzhledem k tomu, že pro vyjmenované výrobky (ty, u kterých to stanoví právní předpis) jsou zkušební procedury nezbytnou podmínkou uvedení na trh, není substituce poskytovaných služeb možná.
7. Citlivost na konjunkturu – korelační analýza ukazuje, že mezi vývojem ekonomiky a vývojem trhu existuje přímá pozitivní závislost. Trh se vyvíjí podobně jako celá ekonomika, a to s určitým zpožděním. Tempa růstu jsou obdobná.
8. Struktura zákazníků – zákazníci společnosti jsou výrobci či dovozci výrobků podléhajících procesu posouzení shody u autorizované osoby. Lze předpokládat, že společnost není závislá na omezeném počtu zákazníků a zároveň díky právnímu rámci je vůči nim v dostatečně silném postavení (u vyjmenovaných výrobků jsou služby nezbytnou podmínkou pro uvedení výrobku na trh).
9. Vlivy prostředí – vlivy prostředí jsou citovány průběžně v hodnocení jednotlivých předchozích faktorů. Hlavní činnost podnikání společnosti vykazuje výrazné netržní charakteristiky.

Bodové hodnocení atraktivnosti relevantního trhu společnosti zohledňuje do jisté míry existující netržní prvky v oblasti působení oceňované společnosti. Hlavními faktory jsou nicméně dle názoru zpracovatele velikost trhu a jeho rentabilita, které jsou oba hodnoceny spíše negativně (trh je relativně omezený, rentabilita pod úrovní nefinančních podniků v ČR). Mírně podprůměrné hodnocení má rovněž parametr růstu trhu, který zaostává za vývojem reálného HDP. Zároveň existuje citlivost na ekonomický cyklus. Naopak pozitivně lze hodnotit bariéry vstupu, které jsou vysoké z titulu zákonných omezení pro působení v oboru (podmínky získání autorizace). Díky tomu lze uvažovat i o nižší intenzitě konkurence ve srovnání s nijak neregulovaným trhem. Zákonné předpisy rovněž zajišťují poptávku po službách společnosti, když pro určité výrobky je provedení zkušební procedury podmínkou uvedení na trh, tzn. absentuje možnost substituce. Uvedené faktory spolu souvisejí, jednotlivě je jim tak přiřazena nižší váha, než prvním uvedeným. Poslední faktory – struktura zákazníků a vlivy prostředí jsou rovněž do značné míry hodnoceny v předchozích bodech, jejich váha je tak nejnižší a hodnocení průměrné.

Celkově je trh hodnocen jako průměrně atraktivní. Bariéry vstupu, zároveň omezující konkurenci a substituci služeb jsou zřejmě značnou výhodou, na druhou stranu nutnost vlastnictví specializovaného vybavení, odborného personálu atd. může být právě faktorem limitujícím rentabilitu. Trh celkově není velký a reflektuje ekonomický cyklus.

Bodové hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha * Body
		Negativní		Průměrné			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	2			2					4
Velikost trhu	3		1						3
Intenzita konkurence	2						5		10
Průměrná rentabilita	3			2					6
Bariéry vstupu	2						5		10
Možnosti substituce	2						5		10
Citlivost na konjunkturu	2			2					4
Struktura zákazníků	1					4			4
Vlivy prostředí	1				3				3
Celkem	18								54
Maximální počet bodů	108								středně atraktivní trh
Dosažený počet bodů	54								
Atraktivita trhu	50%								

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

1.5.10. Hodnocení vnitřního potenciálu

Základní literatura (MAŘÍK 2007) doporučuje hodnotit přímé a nepřímé faktory konkurenční síly. Za přímé faktory jsou označovány ty viditelné navenek společnosti, v podstatě marketingový mix. Nepřímými faktory jsou pak především:

- finanční situace,
- řízení podniku,
- personál,
- inovační síla,
- dlouhodobý majetek a investiční politika.

1.5.10.1. Finanční situace

Finanční situace je níže hodnocena především v rámci finanční analýzy, jejímž výstupem je v zásadě popis společnosti PAVUS, a.s. coby stabilní společnosti, vykazující pravidelně kladné výsledky hospodaření, s vyšší ziskovostí na vyšších úrovních ve srovnání s konkurencí, podobnou rentabilitou, společností vysoce likvidní, průměrně zadlužené, s podobnou produktivitou práce.

Hodnocení finanční analýzy je neutrální až pozitivní (v kontextu strategické analýzy, celková rentabilita oboru je spíše slabší, v rámci oboru si společnost stojí poměrně dobře). Finanční analýza potvrzuje předpoklad going concern.

1.5.10.2. Řízení společnosti

V oblasti řízení společnosti bývají hodnoceny faktory jako tvorba vizí, strategií, prognóz, schopnost hodnocení rizik, vyvážení technických a ekonomických hledisek atd.

Podmínky fungování společnosti do značné míry určuje stát delegující pomocí autorizace na jednotlivé ekonomické subjekty výkon zkušební činnosti. Součástí podmínek autorizace je mimo jiné zohlednění personálních a technických podmínek, které musí být na vysoké úrovni. Do jisté míry mohou být potlačena ekonomická hlediska, vývoj oboru a samotné společnosti ukazuje, že tomu tak není, i v zadaném rámci je možné trvalé ziskové podnikání.

Rozsah autorizace, akreditace apod. určuje rozsah činnosti, tvorba vizí, strategií atd. je v daném oboru do jisté míry potlačena a je dána potenciálem rozšíření stávajících oprávnění a tedy potenciálem dodatečných činností realizovatelných na daném majetku a personálu. Razantní

změny zaměření jsou spíše nepravděpodobné. Právní rámec na druhou stranu představuje významnou vstupní bariéru a eliminuje část podnikatelských rizik.

Dle Obchodního rejstříku je management společnosti zkušený, působící v daném podniku již dlouhou dobu (předseda a místopředseda představenstva od roku 2003, předseda dozorčí rady od roku 2006 – původně jako člen v letech 2006 - 2008).

S ohledem na míru regulace v oboru lze pozitivně hodnotit propojení s většinovým akcionářem, kterým je státem vlastněný subjekt – Technický a zkušební ústav stavební Praha, s.p., pozici společnosti může dále umocňovat zprostředkované propojení se společností QUALIFORM, a. s.

Hodnocení řízení společnosti je neutrální až pozitivní.

1.5.10.3. Personální otázky

Počet zaměstnanců společnosti dle příloh k účetním závěrkám v minulosti stagnoval, po roce 2012 spolu s růstem tržeb vyvolaným poptávkou po službách společnosti zaměstnanců přibývá. Dostatečné personální zajištění (jak odborné, tak početní) je nezbytnou součástí udělení a udržení autorizace společnosti, lze tak předpokládat, že kvalita personálu je na vysoké úrovni, na druhou stranu u konkurenčních společností je tomu obdobně. Společnost pro zaměstnance zajišťuje plány vzdělávání, tak aby byla dodržena způsobilost zaměstnanců i společnosti jako celku pro výkon činnosti (udržení autorizace, akreditace a notifikace).

Dle srovnávací finanční analýzy je průměrný osobní náklad oceňované společnosti dlouhodobě na úrovni konkurence, v roce 2017 dokonce nad mediánem celé skupiny. Ve mzdách v oboru tak společnost nezaostává.

Výroční zpráva za rok 2017 ovšem komentuje nespokojenost zaměstnanců s výší mezd plynoucí z celospolečenské atmosféry – obecný růst reálných mezd, rekordně nízká nezaměstnanost a prohlubující se nedostatek kvalitních pracovníků na trhu.

Personální otázky lze dle názoru zpracovatele hodnotit průměrně.

1.5.10.4. Inovace

Udržování vysoké odborné způsobilosti, znalost aktuálních vědeckých a technických poznatků, sledování vývoje v evropské normalizaci a zapojení do tohoto procesu je podmínkou autorizace, lze tak předpokládat, že inovační proces je nedílnou součástí působení společnosti.

Výzkum a vývoj ve společnosti pravidelně probíhá, o čemž svědčí informace z výročních zpráv a příloh účetních závěrek. Do roku 2005 byly citovány výdaje vynaložené na výzkum a vývoj (cca 1 – 2 miliony CZK ročně), v dalších letech společnost překročila k prezentaci přijatých grantů a dotací, konkrétně na projekty:

- metoda komponent pro požární návrh styčníků v letech 2007 – 2009,
- modely membránového působení stropních desek vystavených požáru v letech 2010 – 2013,
- požárně odolné konstrukce pro tunelové stavby s využitím lehkého betonu 2012 – 2015.

V roce 2017 bylo dle výroční zprávy žádáno v rámci sdružení o grant na projekt *Analýza bezpečnostních přístupů v oblasti navrhování požární bezpečnosti staveb a návrh řešení pro ČR*, který by měl trvat dva roky.

Hodnocení je neutrální až pozitivní, činnost lze v daném případě považovat za nezbytnou součást provozu nutnou k zachování autorizace.

1.5.10.5. Investice

Investiční výdaje společnosti v letech 2004 – 2017 činily dle sestav dlouhodobého majetku, které jsou součástí příloh účetních závěrek, cca 47,5 milionů CZK (suma přírůstků v pořizovacích cenách). Významněji bylo investováno především v roce 2015, a to do horizontální pece na zkoušení požární odolnosti, která měla zároveň navýšit kapacitní možnosti společnosti (zařazení do užívání v roce 2016).

Mimo explicitně uvedených investičních výdajů se společnost poslední dobou zaměřuje rovněž významněji na opravy majetku účtované v běžných nákladech. Tyto „investice“ významně ovlivnily výsledek hospodaření zvláště v roce 2017, jsou ale dle poskytnutých předvah patrné i v ostatních letech.

Přehledy významnějších investic a oprav společnost uvádí pravidelně v rámci výroční zprávy, v posledních několika letech se jednalo o:

- v roce 2017 generální opravu stěnové pece PO 2 (4,3 milionu CZK), opravu zkušební haly PO 3 (2,2 milionu CZK) – na opravy byly čerpány rezervy vytvořené v předchozích letech,
- v roce 2016 zařazení nové horizontální pece do užívání,
- v roce 2015 běžnou obnovu zařízení a software, investici do horizontální pece na zkoušení požární odolnosti, opravu vnitřních komunikací,
- v roce 2014 o pořízení zkušebního rámu pro zkoušení požární odolnosti stěn pod zatížením až 200 tun, výpočetní techniky, software atd.,
- v roce 2013 do zkušebních zařízení, oprav a rekonstrukcí, např. vysokozdvizného vozíku, výměny oken v administrativní i provozní budově aj.,
- v roce 2012 do zkušebních zařízení, oprav a rekonstrukcí, např. velké multi-rozměrové stěnové pece, úpravy zasedací místnosti, skladovací plochy, vozového parku, zakoupen byl ekonomický a informační systém Helios Green,
- atd.

Dle výroční zprávy za rok 2017 je plánována v roce 2018 výměna jednoho z aparátů čisticí linky a oprava textilního filtru (spolu 4 miliony CZK) a probíhá příprava k velké investiční akci přístavba haly PO 1 (odhad 10 milionů CZK).

Celkové hodnocení investiční aktivity je neutrální až pozitivní:

- investice jsou pravidelné a směřují do majetku vázaného na hlavní činnost oceňované společnosti,
- financování probíhá dle finanční analýzy výhradně z vlastních zdrojů, na větší opravy společnost tvoří rezervy,
- existuje plán oprav a investic vč. rozpočtu, na základě kterého jsou jednotlivé akce realizovány, z předloženého plánu je patrná snaha o výběrová řízení na dodavatele,
- udržování odpovídajícího technického vybavení je podmínkou získání a udržení autorizace.

1.5.10.6. Přímé faktory konkurenční síly

Jako přímé faktory konkurenční síly jsou v rámci literatury oceňování majetku prezentovány:

- ceny,
- kvalita a technická úroveň produkce,
- dostupnost a distribuce,
- šíře sortimentu,
- působivost reklamy, marketing,
- celkový image společnosti.

S ohledem na unikátnost činnosti společnosti a limitovanou konkurenci lze obtížně hodnotit parametr cenové úrovně nebo dostupnosti a distribuce. Činnost je vykonávána v rámci vlastní zkušebny, tzn. nelze mluvit o nějaké distribuční síti.

Kvalita produkce je jednoznačně dána právními požadavky na odbornost autorizované osoby, její vybavenost technickým zařízením i odpovídajícím personálem. Šíři sortimentu zase určuje rozsah autorizace, akreditace atd.

Z tohoto pohledu se zpracovateli jeví příslušené přímé faktory konkurenční síly jako relativně málo významné, ve srovnání s podniky působícími na neregulovaných, plně konkurenčních trzích. Tvzení platí logicky i pro faktory působivosti reklamy, marketingu a celkového image společnosti.

1.5.10.7. Celkové hodnocení konkurenční síly

Podobně jako v případě atraktivity trhu, je hodnocení jednotlivých faktorů konkurenční síly shrnuto do orientačního bodového hodnocení, jehož výstupem je celkové hodnocení společnosti z pohledu její konkurenční síly. S ohledem na malou významnost přímých faktorů konkurenční síly jsou hodnoceny jen ty nepřímé.

Bodové hodnocení konkurenční síly

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha * Body
		Převaha konkurence		Průměrné			Převaha společnosti		
		0	1	2	3	4	5	6	
Finanční situace	1					4			4
Řízení společnosti	1					4			4
Výkonný personál	2				3				6
Výzkum a vývoj	1				3				3
Majetek a investice	1					4			4
Celkem	6								21
Maximální počet bodů	36	průměrná konkurenční síla							
Dosažený počet bodů	21								
Konkurenční síla	58%								

průměrná konkurenční síla

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

Konkurenční síla společnosti PAVUS, a.s. je hodnocena jako průměrná až mírně nadprůměrná. Společnost investuje do svého majetku tak, aby udržovala jeho podstatu i rozšiřovala kapacity. Vysoká kvalita vybavení je podmínkou fungování v oboru. Investice jsou plánované, větší položky podléhají výběrovým řízením. Finanční situace je srovnatelná, či mírně lepší, než u konkurence. Na trhu existují některé významně větší subjekty, pozici společnosti upevňuje propojení s většinovým akcionářem. Management je zkušený. Výzkum a vývoj odpovídá zaměření společnosti, je nezbytnou podmínkou fungování podniku v oboru. V případě personálu se projevují aktuální negativa napjatého trhu práce, v ostatních oblastech se situace jeví zpracovateli jako odpovídající. Vysoká kvalita personálu je podmínkou fungování v oboru.

1.5.11. Konečné hodnocení perspektivnosti podniku

Výsledné hodnocení perspektivnosti podniku je možné graficky naznačit v matici zahrnující jak hodnocení atraktivity trhu, tak konkurenční síly. Každý z parametrů je rozdělen na třetiny s hranicemi na úrovni 33 % a 66 %.

V matici je graficky zvýrazněno hodnocení trhu a společnosti PAVUS, a.s. (tedy 50 % v případě atraktivity trhu a 58 % v případě konkurenční síly společnosti).

Hodnocení perspektivnosti podniku společnosti PAVUS, a.s.

Atraktivita trhu	Nízká	Střední	Vysoká
Konkurenční síla			
Velká	3 Podnik, který by měl změnit zaměření	2 Podnik s dobrou perspektivou	1 Podnik s jednoznačnou perspektivou
Střední	6 Podnik, který by měl změnit zaměření	5 Podnik s přijatelnou perspektivou	4 Podnik s dobrou perspektivou
Malá	9 Podnik téměř bez perspektivy	8 Podnik s malou perspektivou	7 Podnik s omezenou perspektivou
Atraktivita trhu	50%		střední
Konkureční síla	58%		střední
Perspektivnost podniku			Podnik s přijatelnou perspektivou
5			

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní hodnocení

Na základě výše uvedených skutečností je podnik společnosti PAVUS, a.s. hodnocen jako přijatelně perspektivní.

S ohledem na výsledek strategické analýzy lze v případě společnosti PAVUS, a.s. přijmout předpoklad trvalého pokračování činnosti (going concern), což naznačuje možnost výnosového ocenění společnosti na úrovni hledané tržní hodnoty.

1.6. Finanční analýza

Dle poslední zprávy nezávislého auditora, kterým je Ing. Miroslava Mudrochová, oprávnění č. 1272, Příbram I – 11, PSČ 261 01, sestavené na základě účetní závěrky skládající se z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a přílohy této závěrky (za rok končící datem 31. 12. 2017) účetní závěrka podává věrný a poctivý obraz aktiv a pasiv společnosti, nákladů a výnosů a výsledku jejího hospodaření a peněžních toků za rok končící 31. 12. 2017, v souladu s českými účetními předpisy.

Totožný výrok obsahují i předchozí výroční zprávy společnosti (2014 – 2016).

Auditor rovněž dle své poslední zprávy (i těch předchozích) nezjistil žádné významné věcné nesprávnosti, tzn. případný nesoulad ostatních informací uvedených ve výroční zprávě s účetní závěrkou či právními předpisy.

1.6.1. Uplatňovaná účetní pravidla

Přehled významných účetních pravidel a postupů společnost PAVUS, a.s. uvádí v rámci přílohy k účetní závěrce, která je součástí každé výroční zprávy společnosti. Z tohoto přehledu jsou pro účely tohoto posudku uvedeny jen některé důležitější pro ocenění (sestavení finančního výhledu) či specifické pro oceňovanou společnost.

Účetní závěrka je připravena v souladu se zákonem č. 563/1991 Sb. o účetnictví a prováděcí vyhláškou č. 500/2002 Sb.

1.6.1.1. Dlouhodobý majetek

Dlouhodobý nehmotný a hmotný majetek je oceňován v pořizovacích cenách, které zahrnují cenu pořízení a náklady s pořízením související. Vlastní dlouhodobý nehmotný a hmotný se oceňuje vlastními náklady, které zahrnují přímé materiálové a mzdové náklady a výrobní režijní náklady, případně část správních nákladů. V obou případech úroky a další finanční výdaje související s pořízením majetku se zahrnují do jeho ocenění.

Náklady na technické zhodnocení dlouhodobého majetku zvyšují jeho pořizovací cenu. Opravy a údržba se účtují do nákladů. Dlouhodobý hmotný majetek získaný bezplatně se oceňuje reprodukční pořizovací cenou a účtuje se ve prospěch účtu ostatních kapitálových fondů u neodpisovaného majetku, nebo oprávek u odpisovaného majetku. Takový majetek společnost ke dni účetní závěrky neevidovala.

Dlouhodobý nehmotný majetek nad 60 tisíc CZK je odepisován do nákladů na základě předpokládané doby životnosti. Dlouhodobý hmotný majetek nad 40 tisíc CZK se odepisuje do nákladů po dobu ekonomické životnosti. Odpisy jsou vypočteny na základě pořizovací ceny a předpokládané doby životnosti příslušného majetku. Odpisový plán je v průběhu používání dlouhodobého nehmotného majetku aktualizován na základě očekávané doby životnosti a předpokládané zbytkové hodnoty majetku. Předpokládaná životnost včetně účetního odpisového plánu je uvedena na jednotlivých kartách majetku individuálně.

1.6.1.2. Zásoby

Nakupované zásoby jsou oceněny pořizovacími cenami s použitím metody first in – first out. Pořizovací cena zásob zahrnuje náklady na jejich pořízení včetně nákladů s pořízením souvisejících (náklady na přepravu, clo, provize atd.). Pro základní zásoby je používána varianta A, pro ostatní zásoby, jako jsou kancelářské potřeby, termočlánky, stavební překlady atd., je používána metoda B.

1.6.1.3. Pohledávky

Pohledávky se účtují ve své nominální hodnotě, nakoupené pohledávky pořizovací cenou. Pohledávky i dohadné účty aktivní se rozdělují na krátkodobé a dlouhodobé s tím, že krátkodobé jsou splatné do jednoho roku od rozvahového dne.

Ocenění pochybných pohledávek se snižuje pomocí opravných položek na vrub nákladů na jejich realizační hodnotu a to na základě individuálního posouzení jednotlivých dlužníků a věkové struktury pohledávek.

1.6.1.4. Rezervy

Společnost vytváří zákonné rezervy ve smyslu zákona o rezervách a rezervy na ztráty a rizika v případech, kdy lze s vysokou mírou pravděpodobnosti stanovit titul, výši a termín plnění při dodržení věcné a časové souvislosti.

1.6.1.5. Závazky

Dlouhodobé i krátkodobé závazky se vykazují ve jmenovitých hodnotách.

1.6.1.6. Leasing

Společnost účtuje o najatém majetku tak, že zahrnuje leasingové splátky do nákladů a aktivuje v případech finančního leasingu příslušnou hodnotu najatého majetku v době, kdy smlouva o nájmu končí a uplatňuje se možnost nákupu. Splátky nájemného hrazeného předem se časově rozlišují.

V roce 2017 společnost deklarovala využití pouze operativního leasingu, a to na jednu položku – hydraulický zatěžovací agregát.

1.6.1.7. Vlastní kapitál

Podle starších stanov společnost vytvářela v minulosti rezervní fond a to vždy při sestavení účetní závěrky z vlastních zdrojů v tomto pořadí:

- z čistého zisku po rozdělení přídělů do rezervního fondu
- z nerozděleného zisku minulých let.

Rezervní fond mohl být dále vytvářen:

- rozhodnutím valné hromady při zvyšování základního kapitálu spolu s usnesením o zvýšení základního kapitálu upisování nových akcií, a to:
 - příplatkem nad emisní kurz nových akcií, nebo
 - použitím rozdílu nebo jeho části, o němž hodnota nepeněžitého vkladu převyšuje jmenovitou hodnotu akcií, jež mají být upisovateli vydány jako protiplnění,
- rozhodnutím představenstva o převodu prostředků z jiných fondů společnosti, pokud tyto nejsou účelově vázány, přičemž tímto způsobem bylo možno vytvořit rezervní fond až do výše 20 % základního kapitálu společnosti,
- rozhodnutím valné hromady o snížení základního kapitálu za účelem převodu do rezervního fondu na úhradu budoucí ztráty, přičemž částka převáděná do rezervního fondu nesměla přesáhnout 10 % základního kapitálu společnosti.

Na základě změny stanov schválené dne 16. 6. 2017 bylo ustanovení týkající se rezervního fondu zrušeno.

1.6.2. Analýza účetních výkazů

Výkazy společnosti PAVUS, a.s. (rozvaha, výkaz zisku a ztráty, výkaz o peněžních tocích) v nezkrácené podobě, včetně horizontální a vertikální analýzy jsou součástí příloh.

S ohledem na změny ve struktuře účetních výkazů jsou k analýze využity časové řady od roku 2003, popř. 2004. Výkazy za období 2003 – 2015 byly převedeny zpracovatelem do aktuální struktury dle českého účetního standardu 024 – Srovnatelné období za účetní období započaté v roce 2016.

Vzhledem k tomu, že společnost ve všech letech sledovaného období nezveřejnila výkaz o peněžních tocích, byly případné chybějící výkazy sestaveny zpracovatelem.

1.6.2.1. Analýza rozvahy – bilanční suma

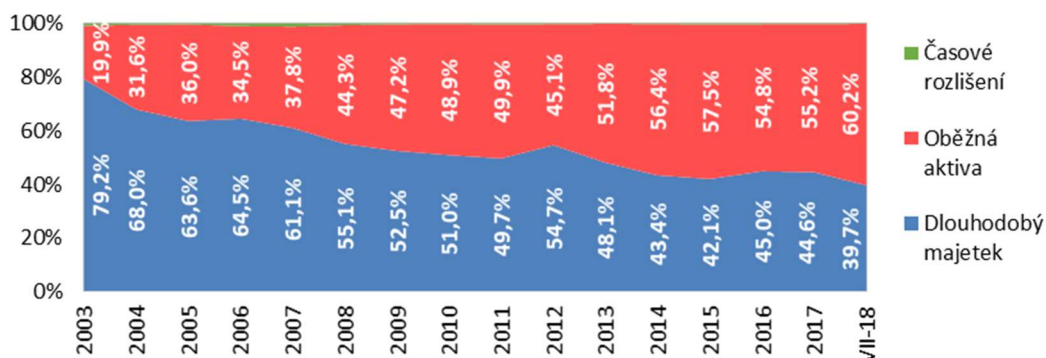
Bilanční suma společnosti PAVUS, a.s. v netto hodnotě ve sledovaném období Z hodnoty kolem 50 milionů CZK v letech 2003 – 2007 vzrostla na cca 70 – 80 milionů CZK v letech 2015 – 2018 (k datu ocenění).

1.6.2.2. Analýza rozvahy – objem a struktura aktiv

Dlouhodobým trendem v uplynulých cca 15 letech byl pokles relativní významnosti dlouhodobého majetku v bilanční sumě. Ten byl dán jednak absolutním poklesem účetní

hodnoty dlouhodobého majetku netto, daný odpisy převyšujícími roční investice, za druhé docházelo k trvalému růstu oběžných aktiv, který prozatím vyvrcholil v roce 2015.

Vývoj struktury aktiv netto



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Samotná dlouhodobá aktiva netto jsou tvořena téměř výhradně dlouhodobým hmotným majetkem. Společnost neviduje žádné dlouhodobé finanční investice, nehmotný majetek je tvořen relativně omezeným objemem software. Z grafu je patrný pokles hodnoty dlouhodobého majetku netto v období 2003 – 2014, a to z titulu relativně vysokých odpisů. Brutto hodnota dlouhodobého majetku v daném období vzrostla, v případě staveb o cca 3 miliony CZK, v případě hmotných movitých věcí a jejich souborů o cca 20 milionů CZK. Průměrné roční investice nicméně nedosahovaly průměrné výše odpisů, která v letech 2003 – 2014 činila zhruba 3,8 milionu CZK.

K navýšení objemu dlouhodobého hmotného majetku i v netto hodnotě došlo v roce 2015, kdy byla investována významnější suma (cca 11 milionů CZK). Dle výroční zprávy za rok 2015 investice směřovaly do horizontální pece na zkoušení požární odolnosti, která by měla rozšířit kapacitní možnosti společnosti. Pec byla zařazena do užívání v roce 2016.

Prostředky do obnovy dlouhodobého majetku jsou rovněž v souladu s účetními pravidly investovány prostřednictvím oprav, tzn. neúčtovány jako investiční výdaj, ale náklad běžného roku (viz dále v části popisující náklady na služby, tvorbu a čerpání rezerv apod.). Opravy ovlivnily hospodářský výsledek společnosti zvláště v roce 2017, v menší míře ale i v předchozích letech.

Objem a struktura dlouhodobých aktiv netto (v tisících CZK)



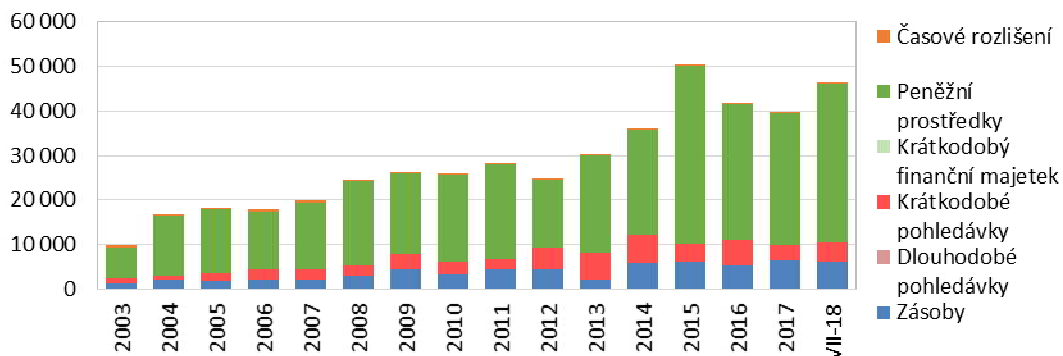
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Oběžná aktiva společnosti jsou od roku 2014 významnější než dlouhodobý majetek. Z pohledu jejich struktury jde o velmi likvidní majetek z většiny tvořen postupně rostoucím objemem krátkodobého peněžního majetku. Objem oběžných aktiv v horizontu let 2003 – 2018 (do data

ocenění) vzrostl z cca 10 na 40 – 50 milionů CZK v posledních letech. Přestože se zvýšil i objem zásob či pohledávek, jejich stav zůstává relativně omezený, v řádech jednotek milionů CZK (zásoby brutto cca 6 – 7 milionů CZK, pohledávky 4 – 7 milionů CZK).

Společnost především kumuluje peněžní prostředky, jejichž zůstatek v posledních letech kolísá v rozpětí 30 – 40 milionů CZK (k datu ocenění se jednalo o cca 35,5 milionu CZK), přestože společnost každoročně vyplácí dividendy. Jejich výše (od roku 2006 v rozmezí 10 – 15 CZK na akcii, v celkovém objemu cca 355 – 535 tisíc CZK) nicméně společně s relativně omezenými investicemi zůstává za tvorbou peněžních prostředků z provozu.

Objem a struktura oběžných aktiv netto (v tisících CZK)

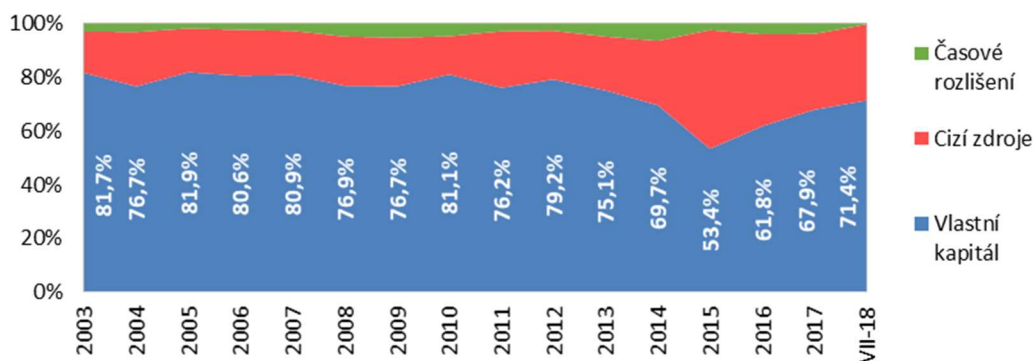


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

1.6.2.3. Analýza rozvahy – struktura pasiv

Skutečnosti popsané v předchozích bodech rovněž (kumulace peněžních prostředků, popř. investiční aktivita navýšená po roce 2015) ovlivňovaly ve sledovaném období strukturu pasiv.

Vývoj struktury pasiv

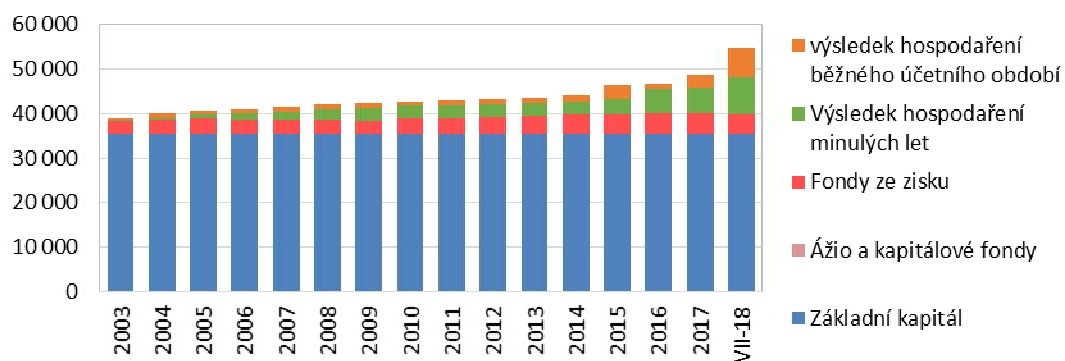


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Hlavním zdrojem financování je v případě společnosti PAVUS, a.s. vlastní kapitál, který dlouhodobě představuje cca ¾ pasiv. S ohledem na kumulaci peněžních prostředků společnost nemá důvod využívat dluhové financování, dlouhodobě tak nejsou evidovány žádné úvěry, půjčky apod., v rámci příloh k účetním závěrkám je citováno jen velmi omezené využívání leasingu – pouze jedna položka, a to hydraulický zatěžovací agregát. Struktura financování se významněji vychýlila jen v roce 2015, patrně v souvislosti s významnější investicí, která byla doprovázena dočasným růstem závazků vůči dodavatelům zařízení. I v tomto období se nicméně společnost obešla bez úročených cizích zdrojů.

Samotný vlastní kapitál je tvořen především základním kapitálem, ke kterému byl postupně vytvářen rezervní fond. V posledních letech se výrazněji projevuje zadržování zisků v podobě nerozděleného výsledku hospodaření minulých let, patrná je i vyšší ziskovost v jednotlivých letech. Zisková byla společnost přitom ve všech letech sledovaného období.

Objem a struktura vlastního kapitálu (v tisících CZK)

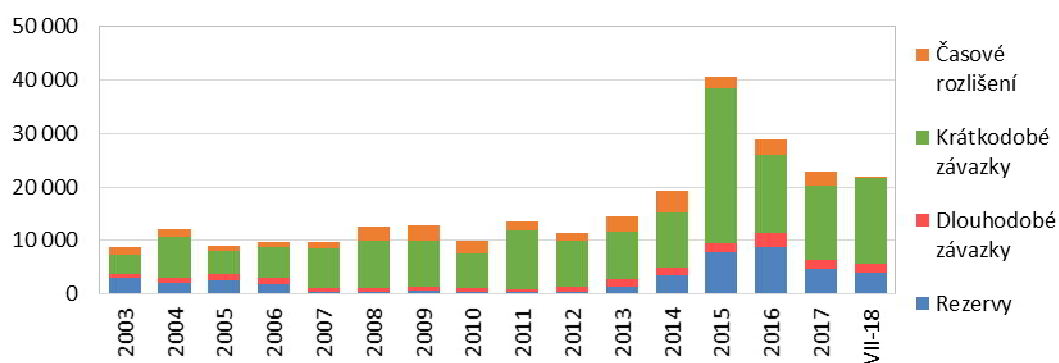


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Objem cizích zdrojů se dlouhodobě držel v rozpětí 10 – 20 milionů CZK, k významnému navýšení došlo v roce 2015 v souvislosti s vyšší investiční aktivitou (realizovanou významným dílem prostřednictvím oprav účtovaných do nákladů běžného roku), která vyvolala potřebu navýšit rezervy na budoucí opravy.

Po roce 2015 objem cizích zdrojů postupně klesá zpět k dříve pozorovanému rozpětí a zároveň se vrací k dlouhodobému průměru struktura cizích zdrojů (postupná eliminace rezerv, převaha krátkodobých závazků, doplněných nevýznamnými dlouhodobými závazky, jež tvoří pouze odložená daň, popř. časovým rozlišením).

Objem a struktura cizích zdrojů (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

1.6.2.4. Analýza výkazu zisků a ztrát

Společnost PAVUS, a.s. v době předcházející datum ocenění vykazovala tržby především ze zkušebnictví v pozemním stavitelství, v menším objemu doplněné dalšími segmenty tržeb, viz výše. Celkový objem tržeb se dlouhodobě pohyboval v rozmezí 30 – 40 milionů CZK, v roce 2015 nicméně došlo k razantnímu nárůstu vlivem jednorázového návrhu, výroby a dodávky zkušebního zařízení pro vysoké školy a univerzitní centra. Tuto činnost společnost evidovala jako tzv. ostatní tržby, jejichž objem dosáhl v roce 2015 cca 19,7 milionů CZK, zatímco v předchozích letech se jednalo řádově o stovky tisíc CZK ročně.

Podobně vysoký objem tržeb jako v roce 2015 již v dalších letech nebyl opakován, nicméně jejich celková výše i nadále převyšuje předchozí úroveň. V roce 2016 byla uvedena do provozu nová horizontální pec, jejímž efektem mělo být dle společnosti navýšení celkových kapacit. V posledních letech jsou významnější částky investovány rovněž do oprav dalšího zařízení či nemovitostí.

Objem a struktura tržeb (v tisících CZK)

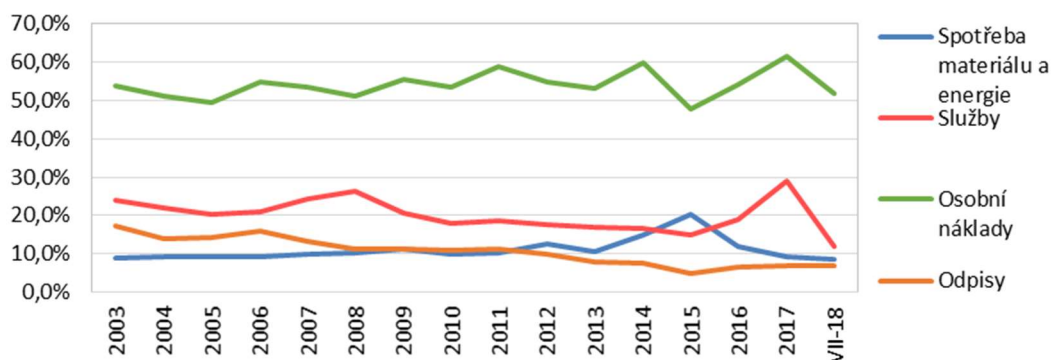


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Z pohledu geografického je hlavním trhem společnosti Česká republika, nicméně rostoucí objem tržeb je poskytován rovněž do zahraničí, mimo jiné díky udržování a rozšiřování autorizací, které mají mezinárodní charakter. Objem zahraničních tržeb lze odhadnout na cca 1/3 celkových tržeb společnosti. Dle dodaných předvah se v drtivé většině jedná o tržby v zemích EU (v posledních letech cca 10 – 18 milionů CZK ročně), mimo EU je realizován jen omezená část tržeb, v řádu stovek tisíc CZK. Tržby jsou generovány téměř výhradně poskytováním vlastních služeb, prodej zboží má okrajový charakter.

Hlavní nákladovou skupinou společnosti jsou osobní náklady. Jejich podíl na tržbách dlouhodobě dosahuje cca 50 – 60 %, v čase má spíše tendenci posunovat se k horní hranici tohoto rozpětí, zvláště je-li odhlédnuto od atypického roku 2015, v němž byly zaznamenány jednorázově zvýšené tržby. Trend potvrzuje i napjatá situace na trhu práce. Ve výroční zprávě za rok 2017 společnost komentuje nutnost řešit personální otázky spojené se mzdovými požadavky – přes růst nákladů evidovanou nespokojenost zaměstnanců s výší mezd danou celospolečenskou debatou o výši platů a obecným nedostatkem kvalitních pracovníků na trhu práce. K datu zpracování výroční zprávy za rok 2017 nebyla uzavřena nová kolektivní smlouva.

Podíl hlavních skupin provozních nákladů na tržbách



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Ostatní skupiny provozních nákladů jsou mnohem méně významné. Druhou dlouhodobě nejdůležitější skupinou nákladů jsou služby, jejichž význam v posledních letech navyšují opravy

dlouhodobého majetku. Dle dodaných předvah šlo v letech 2015 – 2017 o cca 2,25, 3,15 a 8,25 milionů CZK (např. služby celkem v roce 2017 činily 13,5 milionů CZK), zvláště v roce 2017 tak byl objem a význam služeb výrazně ovlivněn opravami budov. Mimo tento efekt nákladovost služeb v čase spíše klesala.

Relativně stabilní je v čase naopak spotřeba materiálu a energie, tvořící cca 10 %. U této skupiny nákladů se jednorázově projeví mimořádné tržby roku 2015, tedy návrh, výroba a dodávka zkušebního zařízení pro vysoké školy a univerzitní centra. Po realizaci projektu se materiálové náklady vrací k normálu.

S ohledem na relativně omezené investiční náklady, které v minulosti nedosahovaly výše odpisů, a tedy rostoucí odepsanosti dlouhodobého majetku (jehož opravy jsou účtovány prostřednictvím běžných nákladů), v čase klesal i význam odpisů vzhledem k tržbám. Trend se změnil až v roce 2015, kdy byly realizovány významnější investice.

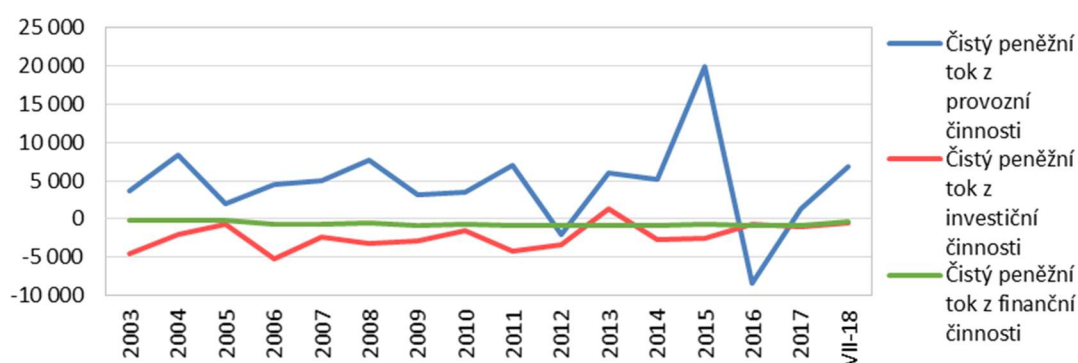
1.6.2.5. Analýza výkazu peněžních toků

Výkaz o peněžních tocích uvedený v příloze je za období 2003 – 2015 získán z příloh účetních závěrek zveřejněných ve Sbírce listin, za další období jde o propočet zpracovatele.

Provozní peněžní tok společnosti pravidelně kladný. Výjimkou byl pouze rok 2012 a 2016. V obou letech byl nicméně kladný čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu a negativní hodnoty peněžního toku bylo dosaženo díky pohybům jednotlivých složek pracovního kapitálu, v obou případech v omezené míře pohledávek a (v roce 2016 především) závazků.

V obou případech lze pozorovat souvislost s předchozí investiční činností (např. viz stav nedokončeného dlouhodobého majetku v předchozím roce). V roce 2012 společnost investovala do zkušebních zařízení, oprav a rekonstrukcí, např. do velké multi-rozměrové zkušební stěnové pece, vozového parku či ekonomického a informačního systému. V roce 2016 byla do užívání zařazena nová horizontální pec. V souvislosti s uvedením do užívání došlo k úhradě o rok dříve navýšených závazků, což je patrné zvláště na vývoji peněžního toku z provozu v roce 2015, během kterého závazky narostly z 11,75 na 30,6 milionů CZK.

Peněžní toky (v tisících CZK)



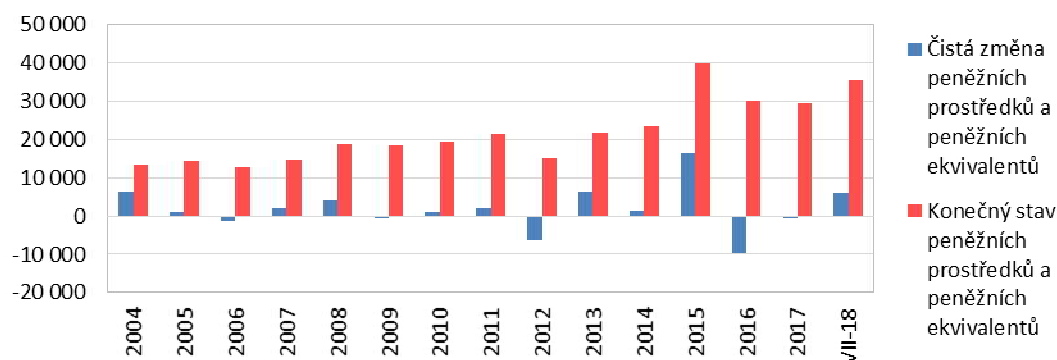
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Peněžní tok z finanční činnosti je nepatrně záporný, vzhledem k absenci využívání jakýchkoli cizích úročených zdrojů jej tvoří pouze každoroční změna vlastního kapitálu z titulu změny fondů a výplaty relativně omezené dividendy v celkovém objemu v řádu stovek tisíců CZK.

V delším časovém horizontu převažují díky omezené výplatě dividend a relativně mírným investicím (které jsou dílem skryty v nákladech běžného roku) kladné peněžní toky z provozu,

díky čemuž dlouhodobě narůstá objem peněžní prostředků. Ty tvoří podstatnou část oběžných aktiv a v posledních letech i největší položku aktiv netto (cca 40 – 45 %).

Celkový peněžní tok a krátkodobý finanční majetek (v tisících CZK)



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

1.6.3. Analýza poměrových ukazatelů

Příloha tohoto ocenění obsahuje časové řady propočených hodnot popisovaných ukazatelů společnosti PAVUS, a.s.

Výsledky společnosti PAVUS, a.s. jsou rovněž porovnány s hodnotami ukazatelů vyjmenovaných konkurenčních společností působících na výše definovaném relevantním trhu (viz strategická analýza).

Data poskytovaná systémem Bisnode – MagnusWeb byla zpracovatelem doplněna o chybějící údaje (obvykle brutto hodnoty aktiv, v některých případech celé chybějící výkazy v daném roce a ve všech případech údaje o průměrném přepočteném počtu zaměstnanců, s ohledem na změnu výkaznictví – viz ČÚS 024 – byly výkazy předcházející rok 2015 převedeny pro zachování kontinuity do podoby používané k datu ocenění). K datu zpracování finanční analýzy (5. 9. 2018) některé ze společností nezveřejnila ve Sbírce listin finanční výkazy za rok 2017, popř. 2016 (viz přehled tržeb uvedený v rámci strategické analýzy), nicméně většina již ano, srovnání je tak provedeno až do roku 2017, s poznámkou, že údaje za tento rok jsou nekompletní.

1.6.3.1. Grafy srovnávající společnost s konkurencí

Grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu:

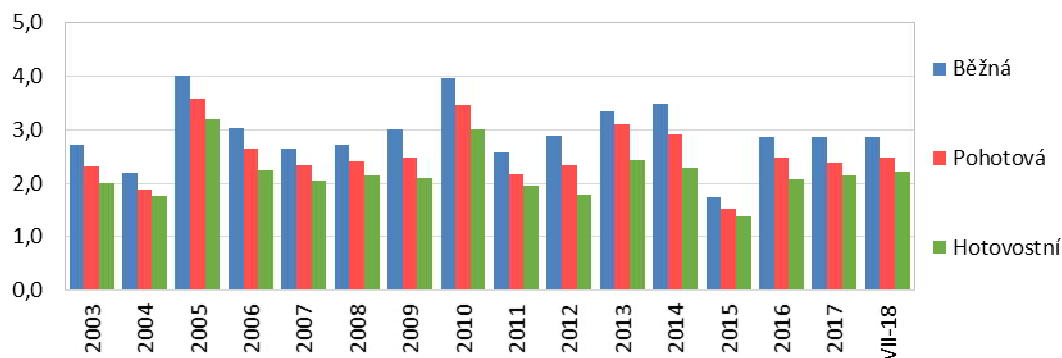
- červený liniový graf představuje hodnotu ukazatele oceňované společnosti,
- zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami,
- modrý plošný graf znázorňuje hodnoty mezi prvním a třetím kvantilem (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem zvýrazněným ve formě modrého liniového grafu.

1.6.3.2. Finanční stabilita – krátkodobá likvidita

Vývoj ukazatelů likvidity v případě společnosti PAVUS, a.s. akcentuje již popsanou strukturu aktiv a samotného oběžného majetku, tedy skutečnost, že společnost udržuje vysoký zůstatek peněžních prostředků, které jsou jednak nejvýznamnější složkou oběžného majetku, tak se postupně s odepisováním dlouhodobého majetku stávají i největší položkou aktiv netto. Peněžní prostředky převyšují trvale cca dvojnásobně krátkodobé závazky, díky čemuž

společnost dlouhodobě vykazuje velmi vysoké hodnoty hotovostní likvidity. Odstupy mezi jednotlivými ukazateli likvidity pak naznačují relativně omezený význam ostatních složek oběžných aktiv.

Ukazatele likvidity



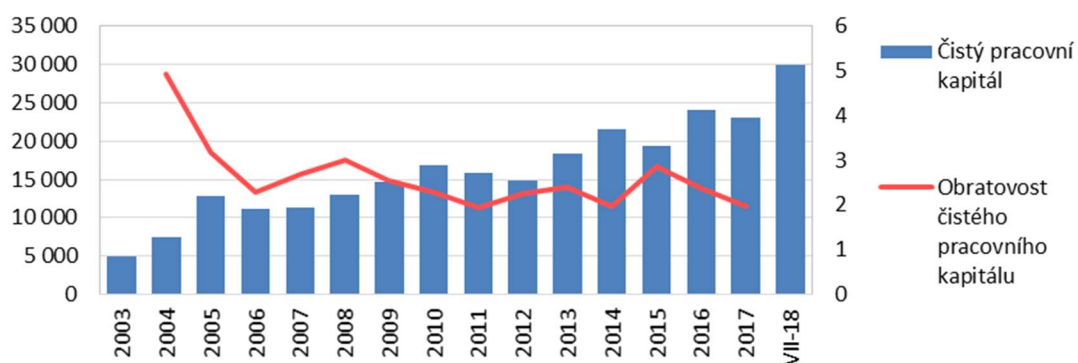
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Ve všech případech se likvidita společnosti PAVUS, a.s. dlouhodobě pohybuje násobně nad minimálními hodnotami doporučenými v literatuře, byť jejich úroveň a celou myšlenku jakéhosi univerzálně platného limitu lze považovat za vyložené teoretický konstrukt.

Doplňujícími ukazateli k ukazatelům likvidity jsou v absolutním měřítku čistý pracovní kapitál, resp. ve vztahu k tržbám jeho obrat. Patrné je, že čistý pracovní kapitál, tedy rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků, setrvale roste spolu s tím, jak se zvyšuje objem krátkodobých peněžních prostředků. V roce 2015 byl růst tlumen zvýšením krátkodobých závazků spojených s vyšší investiční činností, z dalšího vývoje je nicméně patrné, že šlo jen o dočasný vliv, když v následujících letech objem závazků opět klesl a převládá první uvedený faktor.

Investice se nicméně projevují spolu s dalšími faktory (potvrzování a rozšiřování autorizací) na růstu tržeb, obrat čistého pracovního kapitálu je tak přes jeho růst v čase poměrně stabilní (rozpětí cca 2 – 3 již od roku 2005).

Čistý pracovní kapitál (v tisících CZK) a obrat čistého pracovního kapitálu



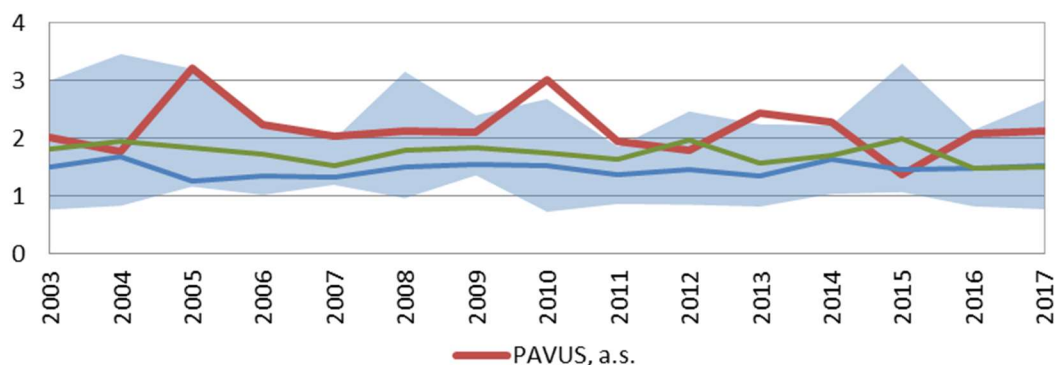
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Srovnání s konkurencí je, s ohledem na dostupnost údajů od konkurenčních společností ve Sbírce listin, možné až do roku 2017. Z grafu je patrné, že hotovostní likvidita společnosti je s ohledem na popsané důvody ve srovnání s ostatními společnostmi setrvale nadprůměrná, výjimkou byl jednorázově pouze rok 2015.

Srovnání ostatních ukazatelů likvidity s výsledky konkurenčních společností je uvedeno v příloze. V případě pohotovosti a běžné likvidity se výsledky společnosti PAVUS, a.s. pohybují

kolem mediánu či tržbami váženého průměru výsledků porovnávané skupiny společností, převaha viditelná v grafu hotovostní likvidity tak není již patrná, nicméně v oblasti likvidity společnost za konkurencí nijak nezaostává. Obratovost čistého pracovního kapitálu je díky udržovanému objemu peněžních prostředků spíše nižší, cca na úrovni prvního kvartilu posuzované skupiny podniků.

Hotovostní likvidita – srovnání s konkurencí

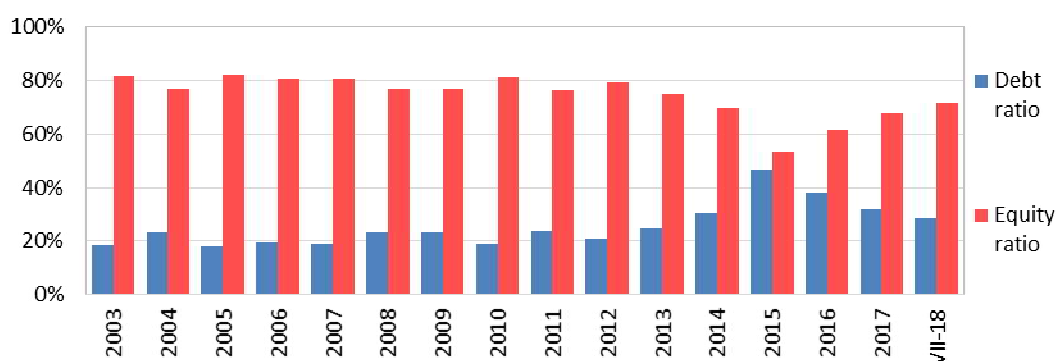


Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propoččet

1.6.3.3. Finanční stabilita – dlouhodobá finanční rovnováha

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy, v první řadě zadluženosti, jsou dílem odrazem výše popsané likvidity. Udržování vysokého stavu hotovosti je známkou toho, že společnost nevyužívá k financování své činnosti prakticky žádné úročené cizí zdroje. Cizí zdroje jsou tak téměř výhradně tvořeny krátkodobými závazky (navíc v objemu odpovídajícímu jen zhruba polovině krátkodobého finančního majetku). Z toho vyplývá trvalá převaha vlastního kapitálu coby hlavní složky financování provozu podniku. Podíl vlastního kapitálu na pasivech dlouhodobě činil cca 80 %, klesl pouze v období zvýšených investic v roce 2015. Po tomto roce opět postupně narůstá zpět k původní hodnotě.

Ukazatele zadluženosti



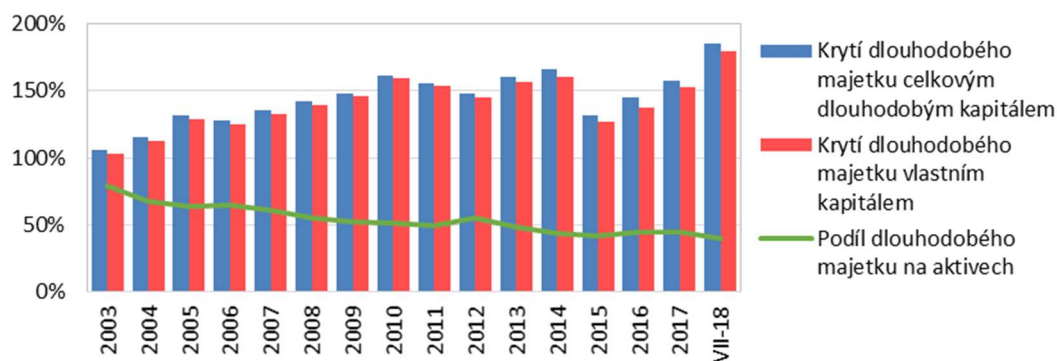
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propoččet

Absence úročených cizích zdrojů znamená, že nejsou posuzovány ukazatele úrokového krytí, když oceňovaná společnost neeviduje žádné nákladové úroky.

Postupné odepisování dlouhodobého majetku, v letech 2003 – 2014 převyšující investice, spolu s kumulací peněžních prostředků, vedlo ve sledovaném období k poklesu podílu dlouhodobého majetku na aktivech. Struktura pasiv, tedy převaha vlastního kapitálu umocněná využíváním pouze omezeného rozsahu krátkodobých cizích zdrojů, pak vede k poměrně vysokým

ukazatelům krytí dlouhodobého majetku dlouhodobými zdroji (resp. zde vlastním kapitálem). Toto krytí od roku 2010 dosahuje cca 150 % a více, výjimkou byl rok 2015, kdy dočasně narostl objem krátkodobých závazků a v pasivech se již projevila rozpracovaná investice do horizontální pece (viz nedokončený dlouhodobý hmotný majetek).

Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

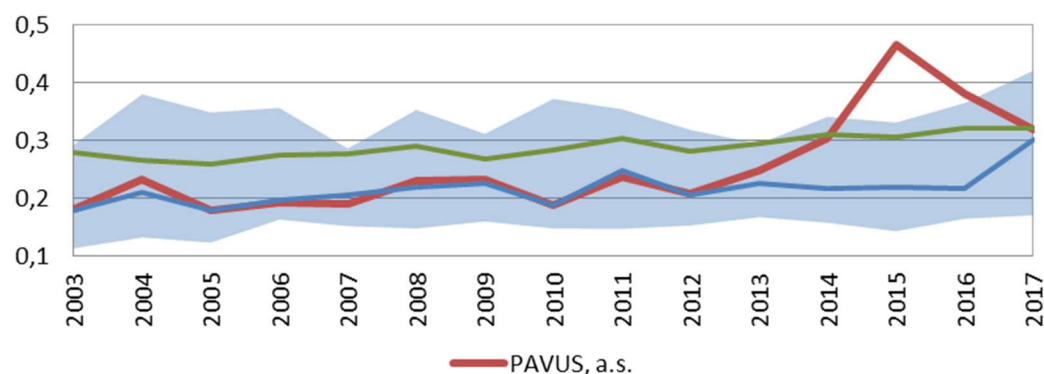


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Rovněž vývoj ukazatelů dlouhodobé finanční rovnováhy je možné porovnat s konkurenčními společnostmi. Zadlužení společnosti v oboru je obecně poměrně nízké, medián porovnávané skupiny se pohybuje dlouhodobě kolem 20% podílu cizích zdrojů na aktivech, přičemž tento poměr je stabilní (rok 2017 je poznamenán absencí dat od některých společností). Tržbami vážený průměr se pohybuje nad úrovní mediánu, větší společnosti v oboru si zřejmě mohou dovolit pracovat s vyšším zadlužením, nicméně i to je poměrně omezené.

Zadlužení oceňované společnosti se dlouhodobě pohybovalo na úrovni mediánu porovnávané skupiny, k odchýlení došlo v roce 2015 z výše popsaných příčin. Toto jednorázové odchýlení se v dalších letech daří vyrovnávat, údaj za rok 2017 byl již na úrovni tržbami váženého průměru celé skupiny firem.

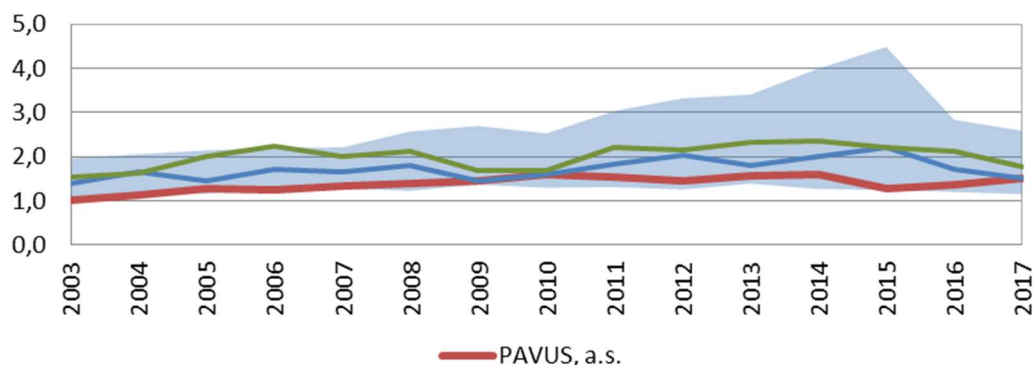
Debt ratio (podíl cizích zdrojů na bilanční sumě) – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem, resp. celkovým dlouhodobým kapitálem, je obecně velmi vysoké, vychází z poměrně nízké zadluženosti v oboru. Přestože u oceňované společnosti vlastní kapitál převyšuje dlouhodobá aktiva netto o více než 50 %, je tento výsledek pouze uvnitř cca druhého kvartilu až na úrovni mediánu porovnávané skupiny podniků. Roli na tomto výsledku může hrát mimo popsané zadluženosti i rozdílná potřeba dlouhodobých aktiv u jednotlivých zkušeben / atestovaných osob, popř. jejich odepsanost.

Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

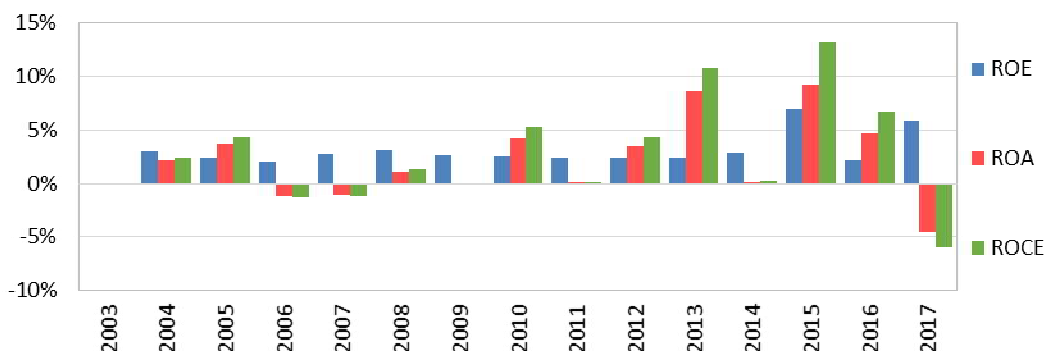
1.6.3.4. Výnosnost – rentabilita

Ukazatele rentability jsou pro účely tohoto ocenění kalkulovány pokud možno bez vlivu položek, které nemají bezprostřední souvislost s provozním výsledkem společnosti v daném roce (tzv. operační EBIT, z nějž jsou kalkulovány ukazatele ROA a ROCE). Kromě prodejů majetku se jedná mimo jiné o změny opravných položek či rezerv, přičemž poslední jmenované měly poměrně významný vliv na výsledky posledních let.

Po očištění o tyto vlivy je patrné, že společnosti se po roce 2012 dařilo spíše zlepšovat výsledky hospodaření ve srovnání s předchozími lety, a to zvláště v roce 2013 či 2015, kdy díky jednorázovému projektu zaznamenala jednak rekordní tržby, tak i vysoký zisk (účetně snížený tvorbou rezerv v objemu cca 4,5 milionů CZK). Naopak v roce 2017, kdy účetně vykázaný zisk (např. čistý, který je vstupem ukazatele ROE) vypadal na první pohled nadprůměrně, po očištění o čerpání a rozpouštění rezerv (v objemu cca 4 miliony CZK) zaznamenala společnost provozní ztrátu, kterou ovlivnily kromě snížení tržeb z předchozího rekordu především významné opravy dlouhodobého majetku (cca 8 milionů CZK) účtované v běžných nákladech. V průběhu roku 2018 je k datu ocenění opět poměrně výrazně zisková, když se zatím neopakují vysoké náklady na služby z předchozího období, přestože jsou společností plánovány.

Ve vztahu k zapojenému kapitálu je podstatné, že se daří v průměru navyšovat ukazatele rentability i přes skutečnost, že vlivem postupného navyšování výsledku hospodaření minulých let či fondů ze zisku v čase roste objem vlastního kapitálu, potažmo dlouhodobého kapitálu či aktiv jako celku.

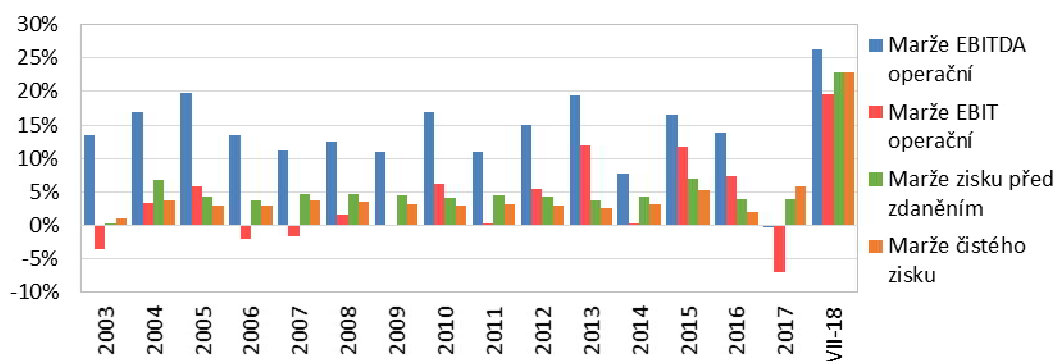
Ukazatele rentability



Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Jevy popsané v případě ukazatelů rentability lze v některých případech lépe demonstrovat na ukazatelích ziskových marží. V případě marží EBITDA a EBIT očištěných o neprovozní vlivy je patrný vliv oprav na výsledek roku 2017 a naopak výrazně nadstandardní výsledek dosavadní části roku 2018, který lze nicméně zřejmě přisoudit neproporcionálnímu průběhu tržeb a některých nákladů (např. osobních a zvláště služeb) v průběhu roku, z čehož lze usuzovat na odlišný výsledek za celý rok 2018.

Ziskové marže

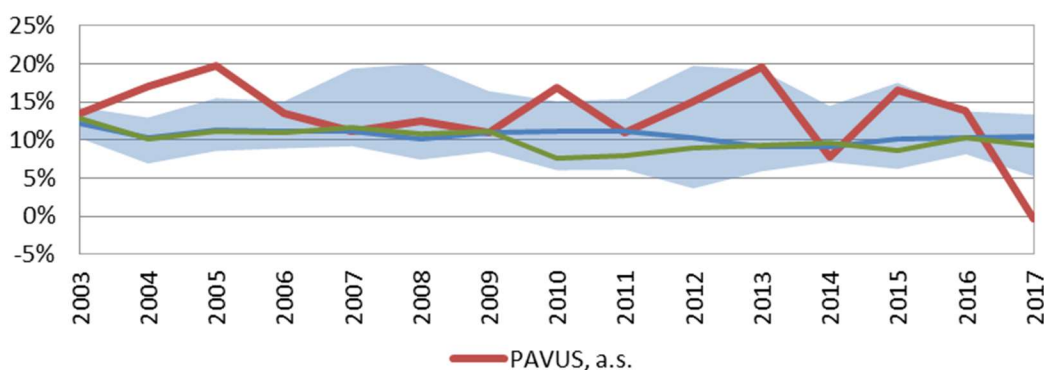


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočet

Celkově se marže společnosti v průměru udržují kolem podobné úrovně, z výše uvedených příčin ale v poslední době narůstá volatilita výsledku hospodaření.

Ve srovnání s konkurenčními společnostmi je marže operační EBITDA oceňované společnosti spíše nadprůměrná. S výjimkou roku 2017, popř. 2014 se pohybuje nad úrovní mediánu porovnávané skupiny i tržbami váženého průměru (v obou případech dlouhodobě kolem cca 10 – 10,5 %, dlouhodobý průměr společnosti je cca 13,25 %), až na úrovni nejlepšího kvartilu srovnávané skupiny podniků.

Marže EBITDA – srovnání s konkencí



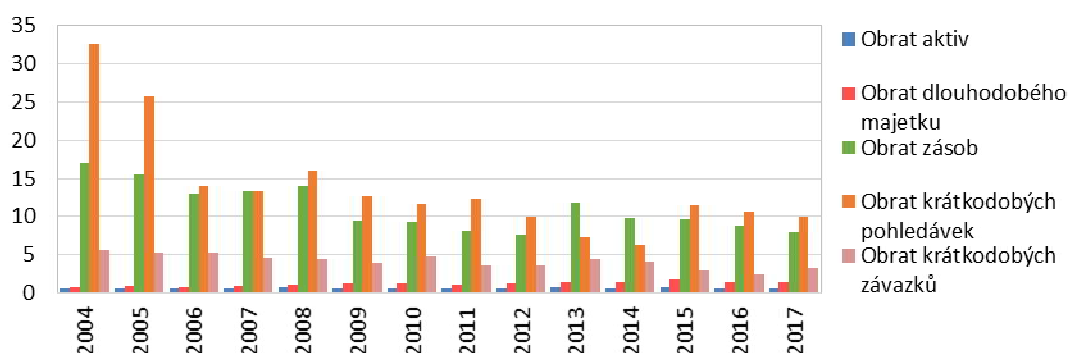
Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočet

Na nižších úrovních, neočištěných o neprovozní vlivy, tzn. u marže zisku před zdaněním či čistého zisku (grafy viz příloha) jsou marže oceňované společnosti podobné mediánu či tržbami váženému průměru uvedené skupiny podniků.

1.6.3.5. Výnosnost – aktivita

Na ukazatelích obratu společnosti PAVUS, a.s. je jasně patrná struktura aktiv, tedy výše popsaná malá významnost pohledávek či zásob, naopak relativně velká významnost dlouhodobého majetku (jehož objem v posledních letech dorovnává či překonává krátkodobý finanční majetek), a struktura pasiv, která kromě vlastního kapitálu tvoří téměř výhradně krátkodobé závazky. Ty sice nedosahují zdaleka výše krátkodobého finančního majetku, nicméně převyšují výrazně krátkodobé pohledávky (v průměru cca troj až čtyřnásobně). Společnost evidovala velice nízké pohledávky především na počátku sledovaného období, což se projevilo na vysokých hodnotách ukazatele obratu. Částečně toto tvrzení platí i pro zásoby, v obou případech je nicméně cca od roku 2009 situace stabilní, tzn., obě skupiny aktiv se vyvíjejí v čase v průměru podobně jako tržby.

Ukazatele obratu



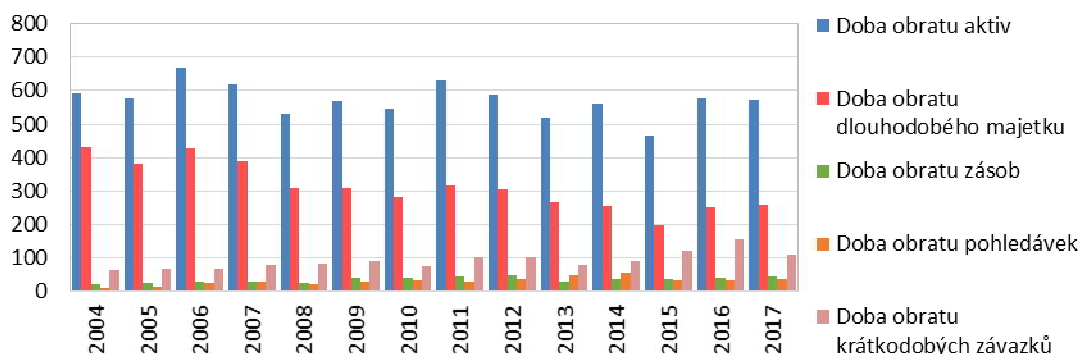
Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Obrácená hodnota ukazatelů obratovosti, tedy doba obratu, umožňuje lépe zobrazit využívání celkových aktiv a jejich největší zachycené složky, tedy dlouhodobých aktiv společnosti PAVUS, a.s. Doba obratu dlouhodobého majetku v čase setrvale do roku 2015 klesala, dílem vlivem růstu tržeb, dílem díky odpisům převyšujícím investice do tohoto majetku. Trend změnil rok 2015 spojený s vysokými investicemi do horizontální pece.

V případě celkových aktiv byl efekt snižování doby obratu dlouhodobého majetku kompenzován kumulací krátkodobého finančního majetku.

V případě pasiv je patrné zvýšení objemu a tedy i doby obratu krátkodobých závazků v závěru sledovaného období (rok 2015, popř. 2016), když investiční aktivita vyvolala větší objem dodávek a delší zapojení dodavatelů během investiční výstavby než běžná provozní činnost společnosti.

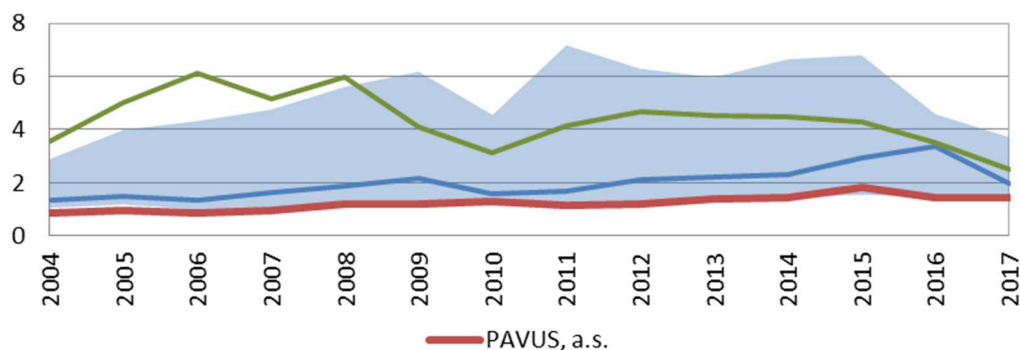
Ukazatele doby obratu aktiv (ve dnech)



Zdroj: Účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

S konkurencí lze srovnat např. např. ukazatel obrátu dlouhodobého majetku. Z grafu je patrné, že je ve srovnání s ostatními společnostmi relativně nízký, cca na úrovni prvního kvartilu všech porovnávaných podniků. Podobné výsledky lze pozorovat u obrátu celkových aktiv či zásob, naopak relativně vysoký je ve srovnání s konkurencí obrát pohledávek.

Obrát dlouhodobého majetku – srovnání s konkurencí



Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

1.6.3.6. Výnosnost – produktivita práce

Počet zaměstnanců společnosti PAVUS, a.s. byl ve sledovaném období z počátku velmi stabilní, mezi lety 2003 až 2012 se pohyboval mezi 32 a 36 osobami. Následně došlo k růstu počtu pracovníků, až na 47 v roce 2016 a 2017. Období zvyšování počtu pracovníků odpovídá období růstu tržeb, které od roku 2013 v každém roce převyšují i maximální tržby za období 2003 – 2012.

Na ukazateli mzdové náročnosti tržeb se tak růst počtu pracovníků v posledních pěti letech nijak zásadně neprojevuje, hodnoty ukazatele činí cca 50 – 60 %, stejně jako v předchozích letech, roční výsledek je významně ovlivněn volatilitou tržeb (např. rekordní tržby v roce 2015, naopak pokles v roce 2017). Podobně lze hodnotit i ukazatel osobních nákladů k přidané hodnotě, kde se nicméně kromě určitého snížení tržeb projevil v roce 2017 rovněž efekt významného růstu nákladů na služby z titulu oprav dlouhodobého majetku. Přidaná hodnota z tohoto důvodu v uvedeném roce osobní náklady pokryla jen o vlasek.

Ukazatele produktivity práce I.

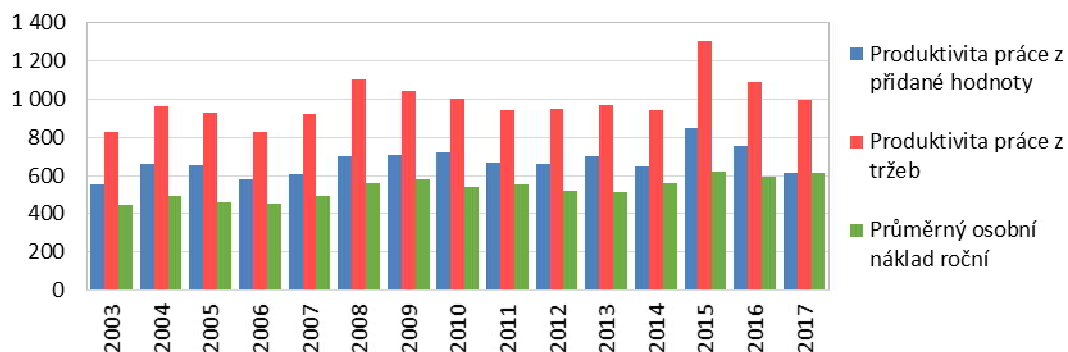


Zdroj: účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Produktivita práce z tržeb se dlouhodobě (cca posledních 10 let) v případě společnosti pohybuje kolem 1 milionu CZK na pracovníka. Výjimkou byl rok 2015, v němž společnost realizovala jednorázový významný projekt. Ten se projevil rovněž na vývoji ukazatele produktivity práce

z přidané hodnoty, jehož běžná úroveň je cca 700 tisíc CZK na pracovníka. V roce 2017 vlivem poklesu přidané hodnoty (z výše uvedených příčin) ukazatel produktivity prakticky vyrovnal průměrný osobní náklad.

Ukazatele produktivity práce II. (v tisících CZK)

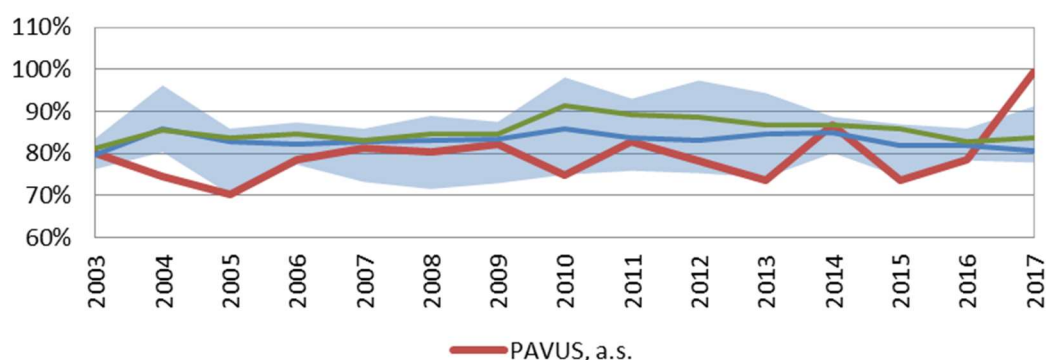


Zdroj: Účetní závěrky společnosti, vlastní propočty

Osobní náklady k přidané hodnotě jsou u společnosti dlouhodobě mírně nižší než u konkurence. Hodnoty se pohybují cca na úrovni prvního kvartilu celé porovnávané skupiny společností, popř. přinejhorším mediánu. Výjimkou je rok 2017, v němž došlo k propadu přidané hodnoty vlivem určitého snížení tržeb a rovněž významného růstu nákladů na služby spojených s opravami dlouhodobého majetku.

V případě ukazatele mzdové náročnosti tržeb je přitom pozice společnosti relativně ke konkurenci spíše opačná. Podíl osobních nákladů na tržbách je vyšší, cca v rozmezí třetího a čtvrtého kvartilu, přinejlepším dosahuje hodnoty mediánu porovnávané skupiny podniků. Důvodem zlepšení pozice je nákladovost služeb, která je s výjimkou roku 2017 (a v rámci sledovaného období ještě roku 2008) v případě oceňované společnosti výrazně lepší než u konkurence (cca 15 – 20 % ve srovnání s mediánem nad úrovní 25 %, resp. tržbami váženým průměrem kolem 30 % tržeb). Tento efekt překonává i mírně vyšší nákladovost spotřeby materiálu a energie.

Osobní náklady k přidané hodnotě – srovnání s konkurencí

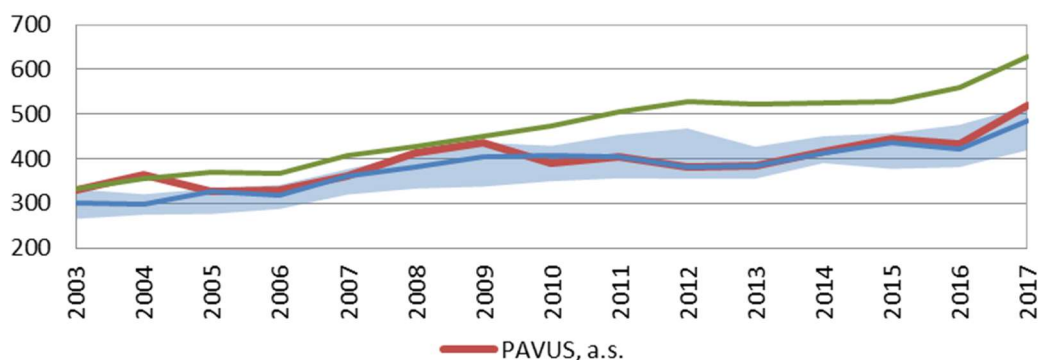


Zdroj: MagnusWeb Bisnode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Z pohledu budoucích možných tlaků na ziskovou marži je zajímavé rovněž srovnání průměrných mezd či osobních nákladů konkurenčních společností. Z grafu je patrné, že společnost PAVUS, a.s. platila zaměstnancům mzdy srovnatelné ostatními společnostmi. Hodnota průměrného osobního nákladu společnosti prakticky kopíruje medián oboru, přičemž je zároveň poměrně úzký odstup mediánu od třetího kvartilu. Po roce 2009 se výrazně odchyluje tržbami vážený průměr ukazatele, což je dáno výsledky společnosti TUV SÚD Czech s.r.o., jež platí výrazně

vyšší mzdy než konkurence a zároveň jde o společnost s náskokem nejvyššími tržbami (právě od roku 2009, kdy proběhla fúze společností TUV SÚD Czech s.r.o. a TUV SÚD Auto CZ s.r.o.).

Průměrný roční osobní náklad – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)



Zdroj: MagnusWeb Bismode, účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní propočty

Z grafu je rovněž patrné zrychlení růstu mezd v roce 2017, patrně s ohledem na napjatou situaci na trhu práce, kterou ve své výroční zprávě komentuje i oceňovaná společnost.

1.6.4. Závěr finanční analýzy

Analýza historických výkazů společnosti PAVUS, a.s. za období cca posledních 15 let a z nich dopočtených absolutních i poměrových ukazatelů ukazuje následující:

- společnost je stabilní a vykazuje pravidelně kladné výsledky hospodaření, nejméně od roku 2003 nerealizovala celoroční ztrátu, byť jsou účetní výsledky zvláště v posledních letech poměrně výrazně vyhlazovány tvorbou a rozpouštěním rezerv,
- bilanční suma v netto hodnotě v posledních letech narostla vlivem zvýšené investiční aktivity a kumulace krátkodobého finančního majetku, aktiva brutto plynule rostou,
- hlavní složkou aktiv byl dlouhodobý majetek, v posledních letech jeho hodnotu netto vyrovnal či dokonce překonal krátkodobý finanční majetek,
- mimo nakumulovaný krátkodobý finanční majetek jsou oběžná aktiva relativně omezená, objem zásob i krátkodobých pohledávek je vcelku nevýznamný, jak ve vztahu k celkovým aktivům, tak např. krátkodobým závazkům,
- poměry aktiv a pasiv ukazují na dostatečné vybavení kapitálem – dlouhodobá aktiva netto jsou plně kryta dlouhodobými zdroji a především vlastním kapitálem, když jiné dlouhodobé zdroje společnost nevyužívá (jediný dlouhodobý závazek je odložená daň),
- zadluženost je stabilní a trvale nízká,
- díky převisu krátkodobého finančního majetku nad krátkodobými závazky má společnost kladný a trvale rostoucí čistý pracovní kapitál.

Poměrové ukazatele v porovnání s vybranou skupinou lokálních konkurentů ukazují, že:

- likvidita společnosti je obdobná jako u konkurence, pokud jde o ukazatele běžné a pohotové likvidity, hotovostní likvidita je vyšší díky odlišné struktuře oběžných aktiv, v nichž u oceňované společnosti převažuje krátkodobý finanční majetek,
- zadluženost společnost dlouhodobě (minimálně v letech 2003 – 2013) odpovídala konkurenci, kolem roku 2015 jednorázově narostla vlivem financování investic, to se obešlo bez zapojení úročených cizích zdrojů (pouze růst krátkodobých závazků), díky čemuž zadlužení k datu ocenění klesá zpět k hodnotě srovnatelné s konkurencí (při zachování vysoké likvidity, fakticky převaze krátkodobého finančního majetku nad všemi cizími zdroji),
- s ohledem na absenci úročených cizích zdrojů, a tedy i nákladových úroků, nejsou posuzovány ukazatele úrokového krytí,
- krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem je mírně nižší než u konkurence, přesto plně dostatečné – vlastní kapitál převyšuje netto hodnotu dlouhodobých aktiv posledních deset let o cca 50 %,

- ziskovost oboru se zpracovateli jeví jako mírně podprůměrná, marže EBITDA celé skupiny porovnávaných společností dlouhodobě kolísá kolem 10 %, marže čistého zisku v posledních pěti letech kolem 4,5 %, do roku 2011 šlo v průměru pouze o 3 %,
- ziskovost společnosti na vyšších úrovních (hrubá marže a marže EBITDA) je vyšší než u konkurence, společnost vykazuje ve srovnání s konkurencí podstatně nižší nákladovost služeb, mírně vyšší nákladovost materiálu a energie a podobnou či mírně vyšší nákladovost osobních nákladů,
- na nižších úrovních (EBIT, čistý zisk) je ziskovost společnosti podobná jako v případě konkurence,
- rentabilita vlastního kapitálu společnosti je podobná jako u konkurence, přestože dlouhodobě kumuluje zisky ve formě krátkodobého finančního majetku na svých účtech (resp. nerozděleném zisku ve vlastním kapitálu), rentabilita aktiv či úhrnného vloženého kapitálu rovněž kolísá kolem hodnot konkurenčních podniků,
- podíl dlouhodobého majetku na aktivech je vyšší než u konkurence, díky čemuž společnost vykazuje nižší hodnoty obratu dlouhodobého majetku, což společně s vlivem kumulace krátkodobého finančního majetku (dvě největší složky aktiv) snižuje obrat celkových aktiv, obrat krátkodobých závazků zřejmě snižuje skutečnost, že jde o prakticky jedinou složku cizích zdrojů, naopak obrat pohledávek je mnohem vyšší než u ostatních podniků,
- ukazatele produktivity práce ovlivňuje struktura nákladů, osobní náklady k tržbám jsou mírně vyšší než u konkurence, vlivem nižší nákladovosti služeb je ovšem opačná situace ve vztahu k přidané hodnotě, samotná produktivita práce z tržeb je plně srovnatelná s ostatními společnostmi (odpovídá mediánu skupiny), podobně jako produktivita práce z přidané hodnoty, či průměrný osobní náklad (zde nemusí společnost dohánět konkurenci, nicméně čelí obecným mzdovým tlakům pozorovaným v ekonomice).

Celkově lze finanční společnost hodnotit neutrálně až pozitivně. Základní skupiny poměrových ukazatelů jsou porovnatelné s konkurenčními společnostmi, společnost v žádné oblasti nezaostává, provozní ziskovost je potenciálně mírně lepší než v případě trhu. Objem krátkodobého finančního majetku a z něj odvozené ukazatele obratu aktiv, ukazatel krytí dlouhodobého majetku dlouhodobým kapitálem atd. ukazují na existenci neprovozního majetku v této části aktiv.

Dle názoru zpracovatele žádná ze skupin ukazatelů likvidity, zadlužení (finanční stability), aktivity či rentability nenaznačuje, že by byl v případě oceňované společnosti ohrožen předpoklad going-concern, tedy trvalého pokračování společnosti PAVUS, a.s. v dosavadním podnikání.

Předpoklad going-concern je dle názoru zpracovatele finanční analýzou potvrzen.

1.7. Úprava účetních výkazů, neprovozní položky

Vzhledem k potřebě ocenění podniku (obchodního závodu) z pohledu jeho základního podnikatelského zaměření, je nezbytným krokem ocenění identifikace majetkových položek, které k datu ocenění nemají povahu provozně potřebných, tedy takových, bez nichž lze předpokládat existenci a výhled podniku v nezměněné podobě. Vhodné je též určení těchto položek (bilanční položky a jimi vyvolané náklady a výnosy) v řadě minulých výsledků.

Položky provozně nepotřebných aktiv jsou oceňovány samostatně metodami odpovídajícími jejich individuální povaze.

Cílem uvedené identifikace je získat přehled o výši provozně potřebného kapitálu, ekonomické struktuře zdrojů jeho krytí a ziskovosti, kterou tento kapitál generuje. Vymezení uvedených položek umožňuje tedy lépe identifikovat generátory hodnoty, zvláště:

- provozní ziskovou marži (ve smyslu ziskovosti hlavního provozu/činnosti)
- provozně nutný investovaný kapitál.

Vymezení je rovněž relevantní pro účely úpravy minulých výsledků hospodaření v rámci metody kapitalizovaných čistých výnosů.

1.7.1. Vyřazování a prodej nepotřebného majetku

Jako nesouvisející s hlavním provozem jsou z titulu prodejů nepotřebného majetku standardně identifikovány položky výsledovky na řádcích tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatková cena podaného dlouhodobého majetku.

Tyto položky nebyly v případě společnosti PAVUS, a.s. v uplynulých letech významné, maximálně se jednalo o nízké stovky tisíc CZK (cca do 200 tisíc CZK v roce 2006, 2012, 2016 a dosavadním průběhu roku 2018 v případě prodejní ceny, zůstatková cena prodávaného majetku je většinou nulová). Častější výše jsou řádově desítky tisíc CZK v prodejních cenách.

Položky jsou relevantní pro úpravu provozního zisku na korigovaný provozní výsledek hospodaření i při úpravě zisku v metodě kapitalizovaných čistých výnosů.

1.7.2. Rezervy

Společnost vytvářela v posledních pěti letech před datem ocenění významnou rezervu na opravu dlouhodobého majetku. Jak je citováno např. ve výroční zprávě za rok 2017, tato rezerva byla v daném roce využita při generální opravě stěnové pece PO2 a opravě zkušební haly PO3. Celkový objem těchto oprav byl 6,5 milionů CZK (a celkové opravy zachycené v nákladové skupině služby v roce 2017 činily 8,2 milionů CZK), proti tomu byla čerpána rezerva ve výši 6 milionů CZK (naopak jiné byly tvořeny).

Mimo rezervy na opravy jsou udržovány v menším objemu i další (účetní) rezervy.

Změny rezerv jsou vstupem úpravy výsledku hospodaření v metodě diskontovaných peněžních toků (při přepočtu core EBITDA po daních na core EBITDA po daních upravenou o nepeněžní operace). Vzhledem k požadavkům na časovou souvislost výsledků je o ně upravován i výsledek hospodaření v metodě kapitalizovaných čistých výnosů.

Údaje z příloh účetních závěrek týkající se stavu, tvorby, čerpání a rozpuštění rezerv v jednotlivých letech jsou součástí příloh tohoto ocenění.

1.7.3. Neprovozní aktiva – krátkodobý finanční majetek

Finanční analýza poukazuje na významný objem krátkodobého finančního majetku, který tvoří rozhodující část oběžných aktiv a v posledních letech i největší položka aktiv netto.

Vysoký stav krátkodobého finančního majetku vykazuje společnost PAVUS, a.s. dlouhodobě, např. v letech 2008 – 2014 šlo o cca 20 milionů CZK, s odchylkou cca 4 miliony CZK oběma směry, o roku 2015 jde ale již o řádově 30 – 40 milionů CZK, k datu ocenění o 35,6 milionů CZK. Společnost zároveň neeviduje žádné úročené závazky a celkové závazky, tvořené především těmi krátkodobými, nedosahují v posledních letech v průměru ani 2/3 krátkodobého finančního majetku.

Krátkodobý finanční majetek je na provozně potřebnou a nepotřebnou část obvykle členěn dle limitu hotovostní likvidity. Jako limit bývá volena např. teoretická míra 0,2, která je doporučována i tuzemskými autory (např. MAŘÍK). Za neprovozní krátkodobý finanční majetek je považována ta jeho část, která převyšuje uvedenou limitní úroveň. Nevýhodou takto stanoveného limitu je nerespektování nejen specifik konkrétní společnosti, ale i oborových zvláštností.

Ze srovnání výsledků hospodaření oceňované společnosti s místní konkurencí vyplývá, že hotovostní likvidita společnosti je trvale vysoká, i když i medián oboru a tržbami vážený průměr vykazují rovněž poměrně vysoké hodnoty (nad 1,5). I třetí kvartil porovnávaných společností se v případě ukazatele hotovostní likvidity pohybuje na relativně vysoké úrovni nad 0,8. Oceňovaná společnost zároveň plánuje významnější investice, např. do přístavby haly PO1 s rozpočtem 10 milionů CZK (viz výroční zpráva 2017), v rámci podkladů pro ocenění byl prezentován plán oprav a investic v celkovém objemu bezmála 16 milionů CZK. V daném případě tak lze uvažovat o limitu vyšším než je teoretických 0,2, konkrétně na úrovni 0,8 odpovídajícímu třetímu kvartilu skupiny konkurenčních podniků.

Provozně potřebný a nepotřebný krátkodobý finanční majetek (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Krátkodobé cizí zdroje	11 512	11 580	8 948	12 534	9 962	11 738	14 243	31 050	17 532	16 547	16 259
Krátkodobý finanční majetek	18 978	18 350	19 510	21 480	15 275	21 841	23 379	39 970	30 182	29 558	35 595
Limit hotovostní likvidity	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Provozní krátkodobý finanční majetek	9 210	9 264	7 158	10 027	7 970	9 390	11 394	24 840	14 026	13 238	13 007
Provozně nepotřebný krátkodobý finanční majetek	9 768	9 086	12 352	11 453	7 305	12 451	11 985	15 130	16 156	16 320	22 588

Zdroj: vlastní propočet

K datu ocenění 31. 7. 2018 dle popsaného vymezení činil neprovozní krátkodobý finanční majetek částku cca 22,6 milionů CZK.

Rozdělení krátkodobého finančního majetku na provozně potřebnou a nepotřebnou část je rovněž určující pro delimitaci souvisejících položek nákladů a výnosů. V jednotlivých letech je kritériem delimitace uvedený podíl neprovozního krátkodobého finančního majetku. Jako neprovozní je tak určena odpovídající část výnosových úroků.

Výše těchto úroků je zohledněna jak při úpravě zisku v metodě kapitalizovaných čistých výnosů (eliminace neprovozní části), tak nepřímo i v odhadu historické řady korigovaných provozních výsledků hospodaření, do kterých je zahrnuta pouze jejich provozní část. Celkově byly v minulosti výnosové úroky velmi nízké, když není patrná investice krátkodobého finančního majetku do nějakých cenných papírů a úroky z vkladů se od roku 2013 vlivem měnové politiky ČNB pohybovaly na rekordně nízkých úrovních.

1.7.4. Neprovozní aktiva – ostatní

K datu ocenění mimo krátkodobý finanční majetek nedisponovala společnost PAVUS, a.s. podobně jako v předchozích letech významnějšími oběžnými aktivy. Objem pohledávek i zásob se pohybuje dlouhodobě v řádu jednotek milionů CZK, v případě pohledávek je ukazatel obratu společnosti dlouhodobě vyšší než u konkurence. U zásob je situace opačná, především díky skutečnosti, že zásoby společnosti mají z větší části charakter nedokončené výroby, samotný materiál je málo významný (kolem 1 milionu CZK). Z dodaných podkladů není patrné, že by zásoby neměly vazbu na hlavní činnost podniku.

Totožné tvrzení platí pro dlouhodobý majetek, který je spolu s krátkodobým finančním majetkem hlavní částí aktiv netto a stěžejní skupinou aktiv v brutto hodnotě. Podmínkou fungování autorizované osoby je odpovídající technické vybavení, většinu dlouhodobého majetku brutto tvoří budovy a stroje, přístroje a zařízení. Tomu odpovídají i výše popsané investice. Z dodaných podkladů není patrná existence položek, které by nebyly vázány na hlavní činnost podniku.

Mimo krátkodobý finanční majetek nebyl další provozně nepotřebný majetek identifikován.

1.7.5. Konečné vymezení neprovozních aktiv

Na základě analýzy jednotlivých skupin aktiv byla jako neprovozní identifikována k datu ocenění 31. 7. 2018:

- část krátkodobého finančního majetku v objemu 22,6 milionů CZK.

V jiných skupinách aktiv nebyly položky nesouvisejících s hlavním provozem, popř. provozní, ale vázané v nadbytečném objemu neodpovídajícímu aktuálnímu rozsahu aktivit, identifikovány.

Celková výše neprovozního majetku k datu ocenění činí dle názoru zpracovatele částku 22 588 tisíc CZK.

1.7.6. Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozdělení výkazů oddělením položek nesouvisejících s hlavním provozem je velmi snadno vymezitelný tzn. provozně nutný investovaný kapitál, ať již:

- z pohledu aktiv, jako celková provozně potřebná aktiva snižená o závazky, jimž nelze přiřadit konkrétní náklady, popř.
- z pohledu pasiv jako zpoplatněný kapitál.

Provozně nutný investovaný kapitál z aktiv (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Zásoby	2 946	4 557	3 283	4 498	4 597	2 107	5 881	6 287	5 389	6 461	6 304
Pohledávky	2 330	3 226	2 979	2 165	4 737	6 040	6 431	3 798	5 828	3 471	4 269
Provozní krátkodobý finanční majetek	9 210	9 264	7 158	10 027	7 970	9 390	11 394	24 840	14 026	13 238	13 007
Časové rozlišení aktivní	324	161	97	216	124	72	112	343	195	147	84
Neúročené závazky	9 659	9 339	7 108	11 570	9 556	10 204	11 754	30 605	17 159	15 501	17 743
Časové rozlišení pasivní	2 628	2 875	2 464	1 580	1 418	2 781	4 028	2 060	3 013	2 715	185
Upravený pracovní kapitál (UPK)	2 523	4 994	3 945	3 756	6 454	4 624	8 036	2 603	5 266	5 101	5 736

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	63	71	31	191	309	326	367	335	282	243	220
Dlouhodobý hmotný majetek	30 147	29 010	26 844	27 830	29 513	27 554	27 105	36 256	33 695	31 616	30 207
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobá aktiva celkem	30 210	29 081	26 875	28 021	29 822	27 880	27 472	36 591	33 977	31 859	30 427

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Upravený pracovní kapitál	2 523	4 994	3 945	3 756	6 454	4 624	8 036	2 603	5 266	5 101	5 736
Provozně potřebná dlouhodobá aktiva	30 210	29 081	26 875	28 021	29 822	27 880	27 472	36 591	33 977	31 859	30 427
Provozně nutný investovaný kapitál	32 733	34 075	30 820	31 777	36 276	32 504	35 508	39 194	39 243	36 960	36 163

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní propočet

Po eliminaci neprovozní části krátkodobého finančního majetku na základě limitu ukazatele hotovostní likvidity je patrné, že upravený pracovní kapitál oceňované společnosti je relativně malý, v řádu jednotek milionů CZK. Hlavní složkou provozně nutného investovaného kapitálu jsou dlouhodobá aktiva. Celkově se provozně nutný investovaný kapitál před datem ocenění pohyboval v rozmezí 30 – 40 milionů CZK.

Provozně nutný investovaný kapitál z pasiv (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Vlastní kapitál	32 345	33 367	30 414	31 490	35 904	31 083	32 090	31 330	30 520	32 260	32 163
Ekvivalenty vlastního kapitálu	388	708	406	287	372	1 419	3 418	7 867	8 723	4 700	4 000
Dlouhodobé úročené závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé úročené závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozně nutný investovaný kapitál	32 733	34 075	30 820	31 777	36 276	32 502	35 508	39 197	39 243	36 960	36 163

Zdroj: MAŘÍK 2007, vlastní propočet

Alternativním vymezením provozně nutného investovaného kapitálu je vymezení z pasiv. V daném případě nebyly ve sledované minulosti identifikovány žádné úročené cizí zdroje. Rezervy jsou zpracovatelem považovány za ekvivalent vlastního kapitálu. Rezervy společnost tvoří především na opravy dlouhodobého majetku, tvorba a rozpouštění rezerv tak především snižuje volatilitu účetního výsledku hospodaření.

1.7.7. Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Korigovaný provozní výsledek hospodaření představuje provozní ziskovost společnosti, kterou generují provozně potřebná aktiva. Dále jsou z účetně vykazovaného hospodářského výsledku eliminovány položky jednorázové a neopakující se.

Z finančních výsledků je pro výpočet výše definované míry ziskovosti (korigovaný provozní výsledek hospodaření) provedeno započtení položek souvisejících s provozně potřebným majetkem.

Položky výnosů a nákladů, které je nutno (ne)promítnout do úpravy účetního výsledku hospodaření na zisk v ekonomickém smyslu vhodný pro ocenění podniku, jsou uvedeny v předchozích subkapitolách. Jedná se zvláště o:

- prodej a zůstatkové ceny prodávaného dlouhodobého majetku,
- časovou úpravu nákladů o tvorbu a čerpání rezerv a opravných položek.

Vzhledem k identifikovaným neprovozním aktivům (krátkodobý finanční majetek) je nutnou úpravou i rozdělení výnosových úroků na provozní a neprovozní část. Vzhledem k propadu úrokových sazeb v posledních letech před datem ocenění a tyto položky nejsou pro vymezení KPVH a provozní marže až tak zásadní.

Další standardizované úpravy účetního zisku uvádí např. BUUS 2007.

Model korigovaného provozního výsledku hospodaření je součástí sestaveného finančního plánu společnosti PAVUS, a.s. použitého pro její výnosové ocenění. Rovněž je vstupem pro výpočet provozní ziskové marže coby jednoho z generátorů hodnoty, jeho výši je tak účelné vyjádřit před odečtem položek, které jsou modelovány pomocí jiných generátorů hodnoty.

Těmito položkami jsou obvykle:

- odpisy provozně potřebného majetku, jejichž budoucí výše bude mimo jiné výsledkem samostatného modelu investičních výdajů, podobně ale lze naložit i se
- změnou stavu vnitropodnikových zásob vzniklých vlastní činností, která je výsledkem modelu dalšího generátoru hodnoty – pracovního kapitálu – coby meziroční změna položek nedokončené výroby, polotovarů a výrobků.

Úprava účetního zisku na korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	31.07.2018
Provozní výsledek hospodaření	1 594	1 842	1 711	1 642	1 575	1 879	2 111	4 183	2 113	1 853	6 497
Tržby z prodeje neprovozního dlouhodobého majetku	1	0	1	52	186	49	83	0	198	2	148
Tržby z prodeje materiálu, neprovozního oběžného majetku	37	31	44	269	86	61	59	107	54	228	50
Zůstatková cena prodaného neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	8	21	125	0	70	0	0
Zůstatková cena prodaného materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tvorba opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zúčtování opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další výnosy spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další náklady spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek zohledňující pouze hlavní podnikatelskou činnost	1 556	1 811	1 666	1 321	1 311	1 790	2 094	4 076	1 931	1 623	6 299
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	-968	-1 689	1 022	-1 171	442	1 870	-3 358	-652	1 221	-835	0
Přijaté úroky z provozně nutného krátkodobého finančního majetku	209	62	11	37	70	51	49	30	7	3	0
Další finanční výnosy plynoucí z provozně nutného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční náklady spojené s provozně nutným majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH)	2 733	3 562	655	2 529	939	-29	5 501	4 758	717	2 461	6 299
Sazba DPPO	21%	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravená daň z příjmů	574	712	124	481	178	-6	1 045	904	136	468	1 197
Core EBIT (KPVH) po daních	2 159	2 849	531	2 049	761	-24	4 456	3 854	581	1 994	5 102
Tvorba opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	151	453	22	211	263	1 621	1 999	4 564	856	20	0
Zúčtování opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	2	11	321	125	0	1	396	430	99	4 082	700
Odpisy provozně nutného oběžného majetku (zejména pohledávky)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	2 308	3 291	232	2 135	1 024	1 596	6 059	7 988	1 338	-2 068	4 402
Odpisy provozně potřebného dlouhodobého majetku	4 123	3 990	3 921	3 524	3 414	3 084	3 052	2 932	3 351	3 234	1 900
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	6 431	7 281	4 153	5 659	4 438	4 680	9 111	10 920	4 689	1 166	6 302

Zdroj: BUUS 2007, vlastní úprava

Vzhledem k povaze části investičních výdajů společnosti PAVUS, a.s. lze rovněž uvažovat o eliminaci vlivu části nákladové skupiny služeb, která souvisí s opravami dlouhodobého hmotného majetku, a naopak její zohlednění v položce investičních nákladů. V roce 2017 se jednalo o významné sumy 4,3 milionu CZK na generální opravu stěnové pece PO2 a 2,2 milionu CZK na opravu zkušební haly PO3 (mimo další drobnější opravy). Tyto úpravy nejsou ve výše uvedené tabulce naznačeny, nicméně je třeba s nimi uvažovat jak v modelu peněžních toků, tak modelu kapitalizovaných čistých výnosů, kde je opodstatněná minimálně úprava výsledku hospodaření za rok 2017 o tyto nejvýznamnější položky.

1.7.8. Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu

Pro účel výnosového ocenění společnosti je významný vztah výše vymezených veličin, tedy korigovaného provozního výsledku hospodaření a provozně nutného investovaného kapitálu.

Úprava účetního zisku na korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Provozně nutný investovaný kapitál	32 733	34 075	30 820	31 777	36 276	32 502	35 508	39 197	39 243	36 960
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	2 308	3 291	232	2 135	1 024	1 596	6 059	7 988	1 338	-2 068
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	6 431	7 281	4 153	5 659	4 438	4 680	9 111	10 920	4 689	1 166
Rentabilita PNIK (core EBIT)	6,8%	10,1%	0,7%	6,9%	3,2%	4,4%	18,6%	22,5%	3,4%	-5,3%
Rentabilita PNIK (core EBITDA)	19,0%	22,2%	12,2%	18,4%	14,0%	12,9%	28,0%	30,8%	12,0%	3,0%

Zdroj: BUUS 2007, vlastní úprava

1.8. Sestavení finančního plánu

1.8.1. Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Generátory hodnoty představují základní veličiny, které určují hodnotu podniku. V zásadě se jedná o vyjádření fundamentu podniku (výnosového potenciálu a rizika) z pohledu hlavních veličin. Jednou z nich je:

- časový horizont trvání podniku, který byl vyhodnocen výše na základě výsledků strategické a finanční analýzy se závěrem, že lze předpokládat teoretické nekonečné trvání existence podniku společnosti PAVUS, a.s. (byl potvrzen předpoklad going concern).

Dalšími generátory jsou

- diskontní míra v podobě nákladů na kapitál (a tedy i jeho struktura), která bude modelována samostatně v rámci oceňovacího modelu v návaznosti na zpracovaný finanční výhled. Pro jeho vytvoření jsou potřeba především zbývající generátory hodnoty, tedy
- tržby,
- míra zisku z hlavní činnosti podniku (KPVH a příslušná zisková marže) a míra zdanění tohoto zisku,
- potřebný pracovní kapitál a
- investiční majetek a
- financování obou výše uvedených skupin aktiv.

1.8.2. Tržby

V rámci strategické analýzy je identifikována konkurence oceňované společnosti, resp. zaměřením blízké subjekty, které stejně jako PAVUS, a.s. působí na trhu na základě státem udělených autorizací pro stavební výrobky, popř. vybrané výrobky.

S ohledem na nestandardnost trhu je jeho objem určen jako suma tržeb uvedených subjektů a vývojový trend dle dynamiky této sumy. Identifikována je rovněž vazba na vývoj reálného HDP České republiky či HDP Evropské unie, tedy obou hlavních trhů oceňované společnosti (popř. méně výrazná na stavebnictví).

Určen je podíl oceňované společnosti na definovaném trhu, jakožto poměr jejích tržeb a souhrnných tržeb všech porovnávaných subjektů. Podíl je v čase poměrně stabilní, jeho navýšení v závěru sledovaného období je dáno především jednorázovým projektem společnosti PAVUS, a.s. a absencí údajů o tržbách některých menších hráčů na trhu, kteří do data zpracování finanční a strategické analýzy nezveřejnili účetní závěrku za poslední rok (až dva) ve Sbírce listin.

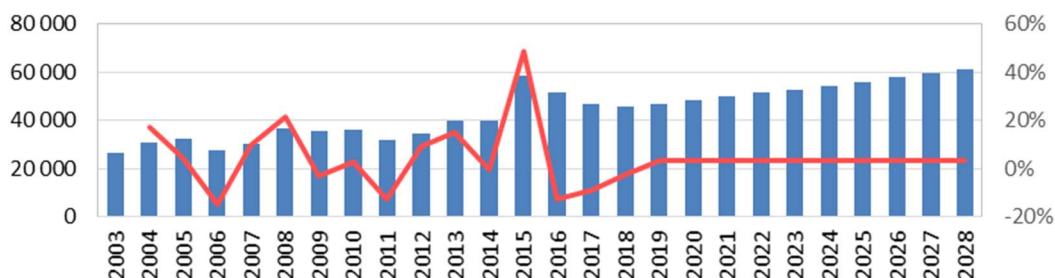
S ohledem na absenci některých údajů na počátku i konci sledovaného období není k modelu trhu využita regresní přímka, ale mírně optimističtější vlastní odhad zpracovatele, který je rovněž dán do kontextu očekávaného vývoje HDP. Tempo růstu České republiky by po stále relativně rychlém růstu v roce 2018 mělo v dalších letech klesnout k, či mírně pod průměr posledních cca 15 let, tedy na úroveň zhruba 2,5 %. Tempo růstu evropské ekonomiky resp. Eurozóny se sníží až k cca 1,5 %, tedy opět k průměru za období zhruba posledních 15 let (toto tempo je zároveň odhadem růstu potenciálního HDP dle OECD).

S ohledem na identifikovanou vazbu vývoje trhu a vývoje HDP a odhadovaného růstu HDP obou hlavních trhů na úrovni podobné historickému průměru, je na průměrné úrovni zpracovatelem odhadován i růstu trhu oceňované společnosti. V rámci strategické analýzy bylo určeno potenciální tempo růstu trhu na úrovni 3 % (v běžných cenách), tzn. mírně nad úrovní inflace (inflační cíl 2 %), když fyzický růst trhu je poměrně omezený. Toto tempo je zpracovatelem očekáváno i nadále.

Podíl oceňované společnosti na tržbách porovnávané skupiny dle dostupných dat činil v posledních cca 15 letech zhruba 2,7 %, v závěru historického období vzrostl až nad 3 %. Toto bylo nicméně dáno především jednorázovým projektem v roce 2015 a absencí některých údajů od konkurenčních společností v období následujícím. I přesto údaje za rok 2017 naznačují, že podíl přes 3 % oceňovaná společnost na trhu dosahovat nebude. Do budoucna je podíl zpracovatelem odhadován jako stabilní, když dle strategické analýzy je konkurenční pozice společnosti průměrná, a to na úrovni 2,8 %, tedy kolem historického průměru, resp. mírně nad ním, čemuž by mělo napomoci nedávné navýšení zahraničních tržeb.

Na základě výše popsaných skutečností a předpokladů je sestaven výhled celkových tržeb. Vzhledem k absenci specifických předpokladů o tržbách v období blízkém po datu ocenění (případné jednorázové projekty apod.) jsou od počátku tržby modelovány stabilním tempem daným odhadem tempa růstu trhu při neměnném tržním podílu oceňované společnosti.

Vývoj tržeb společnosti PAVUS, a.s. (v tisících CZK) a tempo jejich růstu



Zdroj: výroční zprávy, hlavní knihy, vlastní odhad

1.8.3. Provozní zisková marže

Provozní zisková marže minulých let je vypočtena jako podíl výše popsaných zdaněných korigovaných provozních výsledků hospodaření a tržeb za vlastní výroby a služby a za zboží. Pro orientaci je využit propočet provozní ziskové marže po daních (core EBIT po daních upravený o nepeněžní operace), hlavním propočtem je nicméně provozní zisková marže vypočtena z korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy a změnou stavu zásob vytvořených vlastní činností, když tyto položky budou pro budoucí období modelovány samostatně v návaznosti na odhad budoucích investic do dlouhodobých aktiv a pracovního kapitálu (core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace). Výpočet lze obecně vyjádřit vztahem:

$$r_{PZ} = \frac{KPVH}{Tržby}$$

kde

r_{PZ} provozní zisková marže
 $KPVH$ korigovaný provozní výsledek hospodaření (core EBIT nebo EBITDA)

V zachyceném historickém období (2003 – 2017) je patrné období relativně slabších marží do roku cca 2007, následované dočasným zlepšením a opětovným útlumem zhruba do roku 2013. Následně marže po očištění o tvorbu rezerv výrazně vzrostly v letech 2014 a 2015, když se projevil efekt rostoucích tržeb, ať již z dlouhodobějších příčin, tak vlivem jednorázového projektu. V samotném závěru marže poklesla vlivem do běžných nákladů účtovaných oprav dlouhodobého majetku, a to především v roce 2017.

Provozní zisková marže – historická

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Marže KPVH po daních	6,3%	9,3%	0,6%	6,8%	3,0%	4,0%	15,3%	13,6%	2,6%	-4,4%
Marže KPVH před odpisy po daních	17,7%	20,6%	11,5%	17,9%	12,9%	11,8%	23,0%	18,6%	9,1%	2,5%

Zdroj: vlastní propočet

Jak je uvedeno v rámci vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření, opodstatněné je dle názoru zpracovatele zohlednění alespoň nejvýznamnějších položek oprav, např. cca 6,5 milionů CZK v roce 2017, což by samo o sobě uvedenou marži core EBITDA po daních upravenou o nepeněžní operace zvýšilo z cca 2,5 % na cca 13,7 %. Opravy budov v uvedeném roce byly přitom ještě o cca 1,3 milionu CZK vyšší a rovněž byly ve významném objemu účtovány i v letech předchozích (cca 2 – 3 miliony CZK v letech 2015 – 2016). Pokles provozní marže v posledních letech historického období je tak do značné míry virtuální.

1.8.3.1. Provozní zisková marže shora

Provozní zisková marže shora je pro další roky modelována v návaznosti na provedenou strategickou analýzu. Dle této je společnost přiměřeně perspektivním podnikem, jehož konkurenční síla je průměrná. Pozitivně působí finanční situace, která se ve srovnání se skupinou konkurentů jeví jako mírně nad průměrem – společnost je stabilní, pravidelně zisková, vysoce likvidní, průměrně zadlužená a produktivní. Na druhou stranu na trhu působí násobně větší subjekty. Regulace trhu tlačí společnosti k investicím do dlouhodobého majetku i personálu. V personální otázce se aktuálně projevuje napjatá situace na trhu práce.

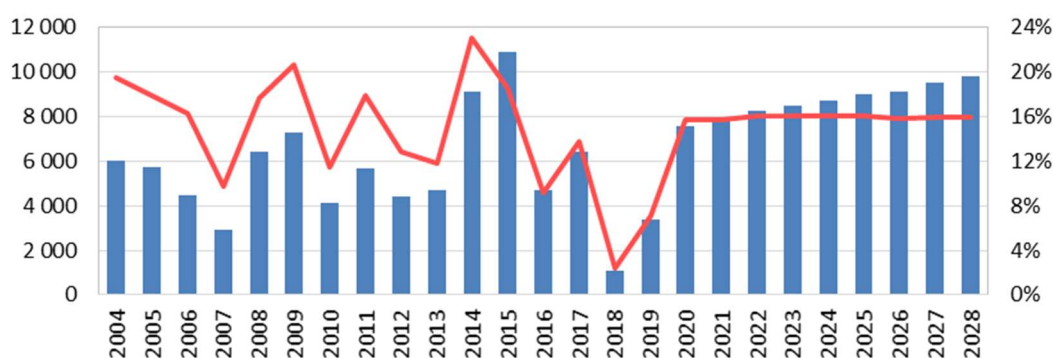
Z toho titulu znalec předpokládá, že se společnosti bude i v delším horizontu držet marží z hlavního provozu blízkou průměru pozorovaného v posledních letech. Při určení tohoto průměru je nutné zohlednit zkreslení v posledních letech, dané částí investic do dlouhodobého majetku, účtovanou jako opravy. V takovém případě se marže core EBITDA po daních upravené o nepeněžní operace pohybovala v posledních 15 letech kolem hodnoty 16 %, a to na úrovni 16,4 % v letech 2003 – 2007, dále 16,1 % v letech 2008 – 2013 a před úpravou o skryté investice na úrovni 13,0 % v letech 2013 – 2017.

Za předpokladu zohlednění vyjmenovaných oprav v roce 2017 (společně 6,5 milionů CZK) roste průměr marže za posledních pět let nad 15 %. Uvedené opravy budov přitom nejsou jediné, v samotném roce 2017 byly ještě o 1,3 milionů CZK vyšší, dalších dohromady 5 milionů CZK bylo účtováno v letech 2015 – 2016. Plné zahrnutí oprav budov za poslední tři roky by vedlo k marži core EBITDA po daních upravené o nepeněžní operace za posledních 5 let ve výši 17,3 %. Tato výše je nicméně zřejmě příliš optimistická, když určitá úroveň oprav má povahu běžných nákladů.

Z uvedeného důvodu se marže core EBITDA po daních upravené o nepeněžní operace ve výši 16 % jeví zpracovateli jako zcela reálná. V dalších letech je modelována její stabilní výše, když určité snížení nákladovosti služeb po provedených opravách více než vykompenzuje růst personálních nákladů daný jednak nutností společnosti udržovat vysoce kvalifikovaný personál v dostatečném počtu (podmínka autorizace a notifikace), tak tržním tlakem patrným aktuálně na pracovním trhu.

V prvních letech výhledu je projekce marže shora doplněna specifickými předpoklady – pokračováním významné investiční činnosti, která se projeví dalším účtováním oprav v běžných nákladech. V letech 2018 – 2019 tak dle zpracovatele marže core EBITDA po daních upravené o nepeněžní operace oproti dlouhodobé projekci výrazně klesne.

Provozní zisková marže shora a core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace (v tisících CZK)



Zdroj: vlastní odhad

1.8.3.2. Provozní zisková marže zdola

Projekce provozní ziskové marže zdola je pouze rozpracováním základního výhledu, kterým je projekce provozní ziskové marže shora. Jedná se fakticky o podložení odhadu rozkladem na jednotlivé položky nákladů a výnosů souvisejících s hlavním provozem podniku, který umožňuje sestavení kompletního výkazu zisku a ztráty (plánované výsledovky).

Z tohoto titulu je odhad provozní ziskové marže zdola uveden v příloze ocenění.

1.8.4. Upravený pracovní kapitál

Pracovní kapitál je pro účely oceňování, a tedy i jako jeden z generátorů hodnoty, vymezen podobně jako ostatní generátory z upravené rozvahy odpovídající provozně nutným aktivům a zdrojům tato aktiva kryjícím, ovšem zohledňuje ještě nutnost vymezení kapitálové struktury dle zdrojů, jímž je možno vyčíslit konkrétní náklady. Pracovní kapitál brutto (oběžná aktiva provozně nutná) zde proto není na rozdíl od běžného vymezení snížen zjednodušeně o krátkodobé závazky, ale o ty závazky, pro které není možné kvantifikovat jejich náklady (tzn. jen o neúročené cizí zdroje).

Oceňovaná společnost nikdy ve sledovaném historickém období nevyužívala cizí zdroje (resp. citován je pouze marginální operativní leasing jedné položky – hydraulický zatěžovací agregát), vymezení upraveného pracovního kapitálu v tomto parametru je tedy totožné jako vymezení běžného pracovního kapitálu.

Nadále nicméně platí, že součástí upraveného pracovního kapitálu jsou pouze provozně potřebná oběžná aktiva, zde tedy pouze provozně potřebná část krátkodobého finančního majetku.

Podobně jako marže zisku z hlavního provozu oceňované společnosti, je možné model upraveného pracovního kapitálu provést globálně, ve většině případů v určitém vztahu k tržbám, a následně pro potřeby sestavení kompletní plánované rozvahy v rozkladu na jednotlivé položky.

Vzhledem k tomu, že hlavním modelem je odhad upraveného pracovního kapitálu v celku prostřednictvím koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, je podrobný model položek, který má pouze zpřesňující charakter, uveden v příloze tohoto ocenění podobně jako odhad provozní ziskové marže zdola.

Náročnost růstu tržeb na upravený pracovní kapitál je určena dle vztahu:

$$k_{WC} = \frac{\Delta WC}{\Delta X}$$

kde

WC upravený pracovní kapitál
 X tržby

Veličina upraveného pracovního kapitálu v historickém období je uvedena v kapitole popisující rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti (v tisících CZK)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Tržby	36 421	35 264	36 206	31 542	34 445	39 669	39 527	58 689	51 345	46 769
Upravený pracovní kapitál	2 523	4 994	3 945	3 756	6 454	4 624	8 036	2 603	5 266	5 101
Změna tržeb	6 379	-1 157	942	-4 664	2 903	5 224	-142	19 162	-7 344	-4 576
Změna UPK	65	2 471	-1 049	-189	2 697	-1 829	3 412	-5 433	2 663	-165
Koeficient náročnosti	1,0%	-213,6%	-111,3%	4,1%	92,9%	-35,0%	-2402,8%	-28,4%	-36,3%	3,6%

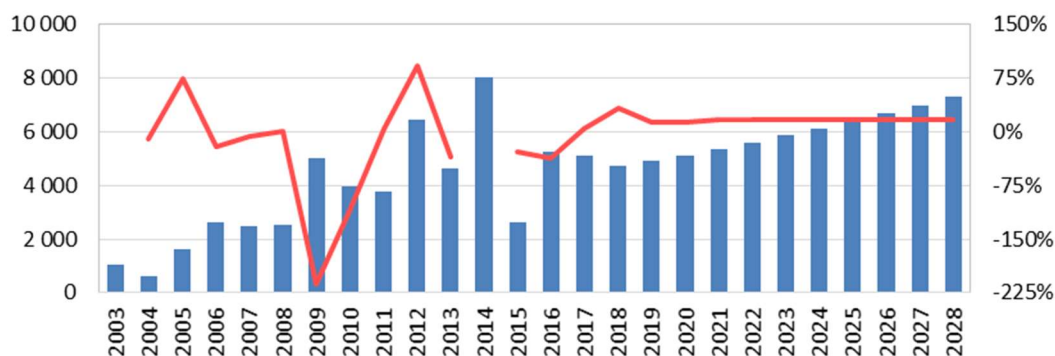
Zdroj: vlastní propočet

Z grafu je patrné, že koeficient náročnosti v čase výrazně kolísá a roční hodnoty nejsou vhodné k jakémukoli odhadu. Pro účel tohoto ocenění je tak koeficient náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál spočítán za celé sledované historické období, tzn. mezi lety 2003 – 2017. Za toto období činí 19,9 %, tzn. růst tržeb o 1 CZK vázal v průměru 0,20 CZK v navýšení upraveného pracovního kapitálu.

I přes vyčlenění podstatné části krátkodobého finančního majetku mimo provozní aktiva byl upravený pracovní kapitál společnosti PAVUS, a.s. ve sledovaném historickém období trvale kladný, přičemž jeho zůstatek narostl především v letech předcházejících zvýšené investice (viz pokles v roce 2015 v době realizace investic).

Další modelovaný růst pracovního kapitálu, vzhledem k modelu založenému na konstantní výši koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, odpovídá tempu růstu prvního generátoru hodnoty, tedy tržeb.

Upravený pracovní kapitál a koeficient náročnosti tržeb (v tisících CZK)⁶



Zdroj: vlastní odhad

Modelovanou výší koeficientu růstu tržeb na upravený pracovní kapitál je 17 %. Tato hodnota je mírně pod úrovní historického období (necelých 20 %), když dle názoru zpracovatele nebude nutné vázat v budoucnu tak velké prostředky do zásob, zvláště nedokončené výroby a polotovárů, jako v posledních letech, kdy jejich objem částečně odrážel např. jednorázový projekt v roce 2015. K růstu upraveného pracovního kapitálu v posledních letech také došlo částečně díky aktuálně zvýšené investiční aktivitě, jejíž vrchol je zpracovatelem modelován v následujících 2 – 3 letech.

1.8.5. Investice do dlouhodobého majetku

Podstatným generátorem hodnoty nutným k sestavení finančního plánu je dále model investic do dlouhodobého majetku. Dlouhodobý majetek zároveň představuje větší část aktiv společnosti PAVUS, a.s. v ekonomickém pojetí (tzn. po eliminaci provozně nepotřebného krátkodobého finančního majetku).

Model investičních výdajů směřujících do dlouhodobého majetku je obvykle postaven na odhadu vycházejícího ze tří přístupů:

- přístupu podle hlavních položek v nejbližších letech plánu,
- přístupu globálního a
- přístupu dle vývoje odpisů dlouhodobého majetku.

1.8.5.1. Plán investic

Oceňovaná společnost má zpracován základní výhled zvažovaných investic pro nejbližší období. Výhled shrnuje jak investice, tak opravy účtované v rámci nákladů běžného období (služby). Celkový objem těchto prostředků činí cca 16,0 milionů CZK, z čehož by 4,7 milionů CZK mělo být v roce 2018 proúčtováno do nákladů (což odpovídá i odhadu ve výroční zprávě za rok 2017, kde byly citovány větší opravy ve výši 4 milionů CZK). Samotné investice uvedené v plánu činí tedy cca 11,3 milionů CZK.

V tomto položkovém plánu nicméně chybí rozpočet významné budoucí investice citované ve výroční zprávě za rok 2017, kterou má být přístavba haly PO1 s předpokládanou výší cca 10 milionů CZK. Výhled pracuje pouze s přípravnými pracemi na tuto investici (projektová příprava, stavební povolení, výběrové řízení) ve výši 0,4 milionů CZK.

Tyto informace jsou vstupem pro základní odhad investic v nejbližších třech letech. Předpokládáno je proinvestování cca 20 milionů CZK (10 milionů CZK přístavba haly PO1 a dalších cca 10 milionů CZK dle uvedeného položkového výhledu, který menší část rozpočtu na

⁶ Pro zachování měřítka není v grafu vynesena hodnota koeficientu náročnosti za rok 2014 (viz předchozí tabulka).

přístavbu haly obsahuje). Načasování investic je předpokládáno následující – položkový výhled ve výši cca 10 milionů CZK předpokládá významnou část investic v roce 2018, z tohoto důvodu jsou zpracovatelem ¾ částky uvažovány v roce 2018 a zbývající suma v roce 2019. Přístavba haly PO1 je ve fázi projektové přípravy, zpracovatel předpokládá její realizaci v letech 2019 – 2020 (v poměru 50:50). Investiční výdaje v letech 2018 – 2020 by tak činily částky 7,5 milionů CZK, 7,5 milionů CZK a 5 milionů CZK.

1.8.5.2. Globální přístup

V krátkém výhledu tedy převažuje přístup na základě hlavních položek, resp. v objemech vycházejících z výhledu a plánu společnosti. V delším horizontu nicméně musí být hlavním přístupem model globální, v rámci kterého jsou investiční výdaje modelovány na základě koeficientů náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku. Tento koeficient je definován v podobě:

$$k_{DM} = \frac{I_b}{X}$$

kde

I_b investice brutto (výdaje na pořízení dlouhodobého majetku)
 X tržby

Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku v případě společnosti PAVUS, a.s. činil za období:

- 2003 – 2017 (maximum) 8,7 %
- 2008 – 2017 (10 let) 8,6 %
- 2013 – 2017 (5 let) 7,5 %

Uvedené koeficienty jsou v čase poměrně stabilní, v závěru období dochází k mírnému poklesu, přestože byla realizována významná investice do horizontální pece (rok 2015). Toto období nicméně zároveň přineslo jednorázové zvýšené tržby, které vliv zvýšených investičních výdajů kompenzovaly.

Lokální peer group vykazuje za období 2003– 2017 (dle dostupnosti údajů) koeficient náročnosti tržeb na investice o něco nižší. Porovnávaná skupina společností vykazovala v posledních cca 15 letech:

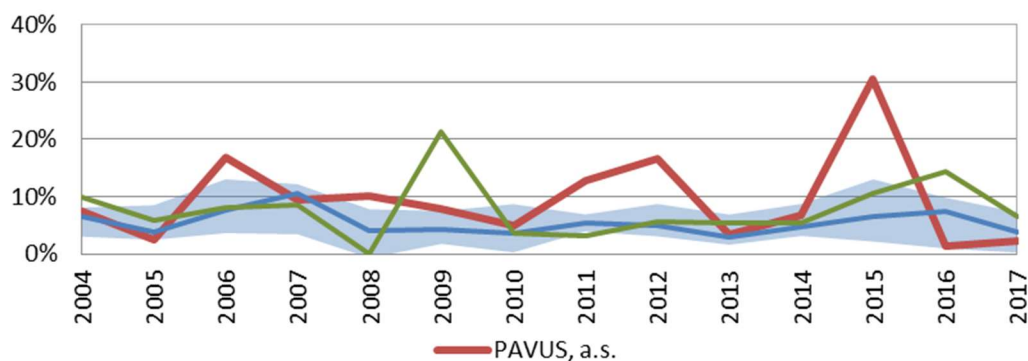
- medián 4,6 %
- tržbami vážený průměr 6,3 %

V jednotlivých letech mohou být výsledky odlišné, jak naznačuje graf. Vliv mají především investice větších společností vychylující tržbami vážený průměr. Větší společnosti rovněž v průměru více investují, jak naznačuje rozdíl obou propočtených hodnot.

Dosavadní investiční aktivita oceňované společnosti je plně porovnatelná s ostatními vybranými subjekty. Dlouhodobě společnost investuje mírně vyšší procento tržeb, což v dalších letech bude ještě umocněno (viz plán investic na nejbližší 3 roky). Společnost velikostí spadá do zhruba poloviny celé skupiny, nicméně větší polovina společností má poměrně výrazný velikostní odstup. Tzn., lze předpokládat, že investice oceňované společnosti budou i nadále vyšší než medián, blíže tržbami váženému průměru, kterého nicméně nemusí dosáhnout. Dle názoru zpracovatele ze srovnání vyplývá, že s ohledem na růst tržeb může oproti historickým průměrům naopak koeficient poklesnout (přesto absolutně zůstanou investice nad minulými úrovněmi).

Pro další roky je modelován koeficient náročnosti tržeb na úrovni 6,0 %, balancující všechny uvedené faktory.

Koeficient náročnosti tržeb na investice do dlouhodobého majetku



Zdroj: vlastní propočet

1.8.5.3. Model odpisů, investice netto

Odpisy v minulosti spíše klesaly, když až po roce 2015 převýšily investiční výdaje jejich roční objem. Historické úrovně odpisů činily cca 4 – 4,5 milionů CZK, minima dosáhly po roce 2013 kolem 3 milionů CZK. Z této sumy necelých 0,7 milionu CZK tvoří odpisy budov, zbytek jsou odpisy hmotných movitých věcí a jejich souborů. Software je nevýznamný.

Vzhledem k identifikaci položek neprovozních je model odpisů propočten pouze pro aktiva provozně potřebná. V dalších letech budou pokračovat odpisy stávajících budov v dosavadní výši, v nejbližším období bude poměrně významné odepisování horizontální pece, popř. zatěžovacího rámu. Odpisy dalších položek jsou dle dodané sestavy jednotlivě méně významné. Celková výše stávajících aktiv je zpracovatelem odhadnuta z dodaných sestav dlouhodobého majetku a odpisového plánu.

Pro potřeby sestavení kompletních modelovaných výkazů jsou modelovány ještě investice do nových aktiv (v celkové výši uvedeného koeficientu náročnosti tržeb na dlouhodobá aktiva) a jim odpovídající odpisy. Investice jsou rozděleny s ohledem na stav a vývoj jednotlivých skupin aktiv dle následujícího klíče:

- software 1,5 %
- stavby 35,0 %
- hmotné movité věci 63,5 %

Výjimkou jsou první roky plánu, kdy bude významná část investic směřovat do budov (přístavba haly PO1).

Patrné je, že dominantní částí bude dlouhodobě technické vybavení, podobně jako v minulosti, když právě vybavení odpovídajícím zařízením je jednou z podmínek autorizace / notifikace oceňované společnosti.

Doby odepisování jsou modelovány dle odpisového plánu společnosti. U software předpokládá zpracovatel dobu odepisování 3 roky, u budov v průměru 30 let a u hmotných movitých věcí 10 let.

Další položky dlouhodobého majetku nejsou modelovány, resp. je předpokládána jejich výše dle stavu roku 2017. Jedná se o položky vesměs nevýznamné (nedokončený majetek v řádu desítek tisíc CZK).

1.8.6. Plán financování

Společnost k datu ocenění ani v posuzovaném historickém období nevyužívala úročené cizí zdroje. V rámci příloh účetních závěrek je citován pouze marginální operativní leasing.

V rámci delimitace neprovozních aktiv byla část krátkodobého finančního majetku rozpoznána jako rezerva na aktuálně naplánované investice, které by měly být hrazeny z vlastních zdrojů. Pro nejbližší 2 roky plánu tak není modelováno dluhové financování.

V dalších letech je modelováno přijímání nových úvěrů a to na základě dat od konkurenčních společností. Ty cizí úročené zdroje při své činnosti využívají v relativně malém objemu – ve vztahu k aktivům se jedná řádově o nižší jednotky procent (tržbami vážený průměr), medián je 0 %, když větší část společností podobně jako oceňovaná úročené dluhy nevyužívá. Průměrná sazba úvěrů se po roce 2010 pohybuje kolem 2 % p.a.

S ohledem na hledanou kategorii hodnoty je nicméně nutné s budoucím využitím úročených cizích zdrojů kalkulovat. Po vypršení aktuálního výhledu investic je z tohoto důvodu v souladu s tržními daty předpokládáno financování aktiv úročenými cizími zdroji ve výši 5 %.

Sazba nových úvěrů je kalkulována na základě dat prof. Damodarana, tzn. za pomoci bezrizikové výnosnosti (aktuální výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů) a rizikové přírážky nákladů cizího kapitálu v závislosti na odhadnutém ratingu. Vzhledem k nízkému modelovanému zadlužení je rating odhadnutý pomocí ukazatele úrokového krytí (pro menší a rizikovější firmy) v každém roce plánu na stupni AAA. Doporučená přírážka dle sestavy pro rok 2018 zveřejněné na webu prof. Damodarana pro tento rating činí 0,54 %. Bezriziková míra odpovídá bezrizikové míře použité pro odhad nákladů vlastního kapitálu (viz dále). Celková kalkulovaná úroková míra dluhu činí 2,7 %, tedy mírně více než průměr konkurence v posledních letech. S tímto rozdílem lze s ohledem na očekávaný růst úroků souhlasit.

1.8.7. Sestavení komplexního finančního plánu

Komplexní finanční plán společnosti PAVUS, a.s. sestává z plánovaného výkazu zisku a ztrát, rozvahy a výkazu cash-flow dle výše uvedených předpokladů definované provozní části hospodaření, popř. samostatně modelovaných položek neprovozních. Model provozní části hospodaření vychází z plánu generátorů hodnoty, tedy již namodelovaných tržeb, provozní ziskové marže, která je díky sladění marže plánované shora a zdola doplněna i o základní položky nákladů a výnosů mimo odpisy, položek pracovního kapitálu a položek dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku doplněných o model odpisů a model bankovního financování investic.

Jako taková je provozní část hospodaření v podstatě namodelována celá, doplněny musejí být pouze předpoklady ohledně některých chybějících méně podstatných položek rozvahy a další drobné skutečnosti, které již nemají zásadní dopad na celkové vyznění finančního plánu.

Chybějícími částmi modelu stojícími mimo plán generátorů hodnoty jsou v rozvaze:

- rezervy – s ohledem na plánované opravy v letech 2018 a 2019 je předpokládáno jejich rozpuštění v tomto období (tzn. ve výši 2 miliony CZK ročně),
- model vlastního kapitálu:
 - změny základního kapitálu nejsou uvažovány,
 - rozdělení generovaných zisků nemá vliv na ocenění výnosovými metodami, jelikož nevstupuje do propočtu volných peněžních toků, nicméně je provedeno:
 - ostatní rezervní fondy k datu ocenění dosahovaly 9,7 % základního kapitálu, přičemž dle stanov platných k datu ocenění byl rezervní fond zrušen, v minulosti byl plněn ve výši 5 % zisku předchozího roku, fondy jsou ponechány v aktuální výši,
 - zbylá část zisku je převáděna do nerozděleného zisku,
 - emisní ážio a ostatní kapitálové fondy jsou neměnné,
 - dividendy jsou uvažovány ve výši 1 milion CZK ročně, model dividend neovlivňuje podobně jako další změny ve vlastním kapitálu výsledek ocenění, jedná se jen o modelový propočet naznačující, zda je společnost schopna pokračovat ve své dividendové politice (v posledních letech 13 CZK/akcie, celkově cca 460 tisíc CZK).
- Položky rozvahy, které měly v uplynulých letech vždy nulový zůstatek, nejsou modelovány.

V případě výkazu zisků a ztrát je model provozní ziskové marže doplněn již jen o:

- Daň z příjmů právnických osob, která je modelována ve stále stejné výši 19 %, touto sazbou je zdaněn vypočtený zisk před zdaněním.
- Není uvažována změna odložené daně – z tohoto důvodu se tak nemění ani závazek v rozvaze.
- Mimořádné náklady a výnosy nejsou z principu (ocenění postavené na provozních položkách) modelovány.
- Položky výsledovky, které měly v uplynulých letech vždy nulový obrát, nejsou modelovány.

Kompletní modelované účetní výkazy, tedy rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz o peněžních tocích jsou součástí příloh tohoto ocenění.

1.8.8. Finanční analýza plánovaných ukazatelů

Ukazatele finanční analýzy vyplývající z plánovaných výkazů jsou součástí příloh tohoto ocenění. Podobně jako v případě finanční analýzy historických výsledků lze provést rozbor očekávaných výsledků z pohledu finanční stability resp. výnosnosti s dalším podrobnějším členěním (likvidita, zadluženost a dlouhodobá finanční rovnováha, ziskové marže, aktivita atd.).

1.8.8.1. Finanční stabilita

Vzhledem k plánovanému ziskovému hospodaření společnosti PAVUS, a.s., investiční aktivitě odpovídající provozním peněžním tokům společnosti a využívání úročených dluhů na úrovni velmi nízkého tržního průměru, je očekáváno udržování poměrně vysoké likvidity. Ta nicméně klesne v nejbližších letech plánu, pro které je modelována vyšší investiční aktivita, financovaná výhradně z vlastních zdrojů (což je určující pro výši provozně potřebného krátkodobého majetku k datu ocenění).

Zadluženost v účetní hodnotě je do určité míry dána modelem financování investic, tedy v případě úročených dluhů modelem dle hodnot porovnávané skupiny lokálních konkurentů (je vstupem modelu hlavního provozu). Účetní výkazy modelované včetně neprovozních položek předpokládají pokles zadlužení na počátku modelovaného období, kdy budou např. rozpuštěny rezervy na opravy dlouhodobého majetku. Po prvních dvou letech zadlužení mírně poroste vlivem modelovaného využití úročených cizích zdrojů, dlouhodobě se nicméně podíl vlastního kapitálu bude pohybovat kolem 80 %, tzn. jako v historickém období.

Hlavní složkou zdrojů krytí zůstane vlastní kapitál, který bude rovněž nadále převyšovat dlouhodobý majetek.

Finanční rovnováha společnosti, jak z krátkodobého hlediska (likvidita), tak dlouhodobého (zadluženost, krytí aktiv), je modelována dostatečná.

1.8.8.2. Výnosnost

Výnosnost v příštím období očekává zpracovatel v prvních dvou letech o něco nižší, než jakou společnost dosahovala po roce 2014. Příčinou jsou nadstandardní výsledky některých uplynulých let a rovněž předpokládaná realizace oprav dlouhodobého majetku v letech 2018 - 2019. Od roku 2020 je modelována stabilizace marží v souladu s plánem druhého generátoru hodnoty – nejprve tedy na vyšší úrovni (EBITDA), následně po odepsání většiny stávajících aktiv i na nižších úrovních.

Ukazatele rentability s ohledem na model ziskových marží a pokračující modelovanou kumulaci hotovosti po jejím poklesu v prvních letech plánu (model dividend je jen mírný) zůstanou relativně nízké, nicméně vyšší, než v letech předchozích.

V návaznosti na model tržeb a posledních generátorů hodnoty, tedy upraveného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku, je předpokládáno postupné stabilizování ukazatelů aktivity. Ty jsou samy o sobě vstupem modelu upraveného pracovního kapitálu (obrat zásob, pohledávek a krátkodobých závazků).

V případě ukazatelů produktivity práce je modelovaná mzdová náročnost tržeb popsána v rámci modelu provozní ziskové marže zdola. Osobní náklady budou tvořit cca 80 % vykazované přidané hodnoty a půjde nadále o největší nákladovou položku společnosti. V prvních letech výhledu je modelováno navýšení mezd s ohledem na napjatý trh práce v celé ekonomice.

1.8.8.3. Provozně nutný investovaný kapitál

Nad rámec běžné finanční analýzy modelovaných výkazů hospodaření PAVUS, a.s. zobrazujících výsledky jejího hlavního provozu je pro účely dalšího ocenění podniku třeba určit a analyzovat veličinu provozně nutného investovaného kapitálu.

Provozně nutný investovaný kapitál z pohledu aktiv (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Upravený pracovní kapitál	4 712	4 903	5 099	5 346	5 600	5 861	6 130	6 408	6 694	6 988	7 292
Provozně potřebná dlouhodobá aktiva	34 933	37 641	37 801	35 764	33 844	32 022	30 285	28 757	28 730	28 536	28 349
Provozně nutný investovaný kapitál	39 644	42 544	42 900	41 110	39 444	37 884	36 415	35 165	35 424	35 525	35 640

Zdroj: vlastní odhad

Z pohledu aktiv je patrné, že v případě společnosti PAVUS, a.s. zůstane základní majetkovou substancí hlavního provozu dlouhodobý majetek, byť tento bude vlivem zvýšených odpisů do roku 2028 klesat. V závěru modelovaného období je předpokládáno srovnání odpisů s investicemi brutto a následně převis investic nad modelované odpisy. Upravený pracovní kapitál bude nadále relativně málo významný.

Vymezení provozně nutného investovaného kapitálu z pohledu pasiv ukazuje, že je tento tvořen především vlastním kapitálem, popř. jeho ekvivalenty (rezervami, které jsou nicméně eliminovány v letech 2018 – 2019 v souvislosti s účtovanými opravami). Zpoplatněnými závazky jsou jen bankovní úvěry, na počátku modelovaného období nulové, následně modelované dle průměru srovnatelných společností na trhu. Zadlužení bude velice mírné.

Provozně nutný investovaný kapitál z pohledu pasiv (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Vlastní kapitál	37 644	42 544	41 406	38 185	36 579	35 074	33 656	32 442	32 657	32 730	32 810
Ekvivalenty vlastního kapitálu	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobé úročené závazky	0	0	1 328	2 582	2 491	2 400	2 309	2 227	2 210	2 174	2 136
Krátkodobé úročené závazky	0	0	166	344	375	411	451	497	557	622	695
Provozně nutný investovaný kapitál	39 644	42 544	42 900	41 110	39 444	37 884	36 415	35 165	35 424	35 525	35 640

Zdroj: vlastní odhad

Pro ocenění podniku je mimo samotné výše a struktury provozně nutného investovaného kapitálu důležitým parametrem také jeho rentabilita ve vztahu k hlavním provozem generovanému zisku upravenému o nepravdivé, jednorázové a jiné položky, tedy korigovanému provoznímu výsledku hospodaření po zdanění.

V rámci finančního plánu je tato rentabilita modelována o něco lepší než v historickém období, zvláště ke konci první fáze, nicméně nebude dosahovat vysokých hodnot, které společnost zaznamenala v období realizace jednorázového projektu v roce 2014 – 2015. Rentabilita by nicméně měla v delším období (po 2025) dostačovat ke krytí nákladů kapitálu.

Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Provozně nutný investovaný kapitál	39 644	42 544	42 900	41 110	39 444	37 884	36 415	35 165	35 424	35 525	35 640
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	-3 355	-1 436	2 743	2 798	3 265	3 492	3 735	4 105	5 660	5 746	5 927
Core EBITDA po daních upravená o	1 071	3 356	7 583	7 823	8 263	8 484	8 737	8 996	9 151	9 507	9 789
Rentabilita PNIK (core EBIT)	-9,1%	-3,6%	6,4%	6,5%	7,9%	8,9%	9,9%	11,3%	16,1%	16,2%	16,7%
Rentabilita PNIK (core EBITDA)	2,9%	8,5%	17,8%	18,2%	20,1%	21,5%	23,1%	24,7%	26,0%	26,8%	27,6%

Zdroj: vlastní odhad

1.8.9. Závěr finančního plánu

Provedení analýzy sestaveného finančního plánu dle názoru zpracovatele podporuje závěry strategické a finanční analýzy podniku společnosti PAVUS, a.s. Podnik je přiměřeně výkonný a v rámci nastavených podmínek není ohrožena jeho existence.

Finanční analýza sestaveného plánu naznačuje, že by měl zůstat dlouhodobě finančně stabilní jak v krátkém (likvidita), tak dlouhém horizontu (zadluženost, ziskovost).

Analýza sestaveného finančního plánu dle názoru zpracovatele potvrdila splnění předpokladu going concern.

2. Posudek

2.1. Ocenění podniku

2.1.1. Volba metod ocenění

Vzhledem k závěrům strategické analýzy a finanční analýzy, podpořeným analýzou sestaveného finančního výhledu, tedy s ohledem na potvrzený předpoklad going-concern, je ocenění podniku společnosti PAVUS, a.s. provedeno primárně výnosovými metodami (metoda diskontovaných peněžních toků, metoda kapitalizovaných čistých výnosů je indikací hodnoty při nekonečně dlouhém trvání podniku fungujícího dle podmínek platných k datu ocenění, resp. za zvolené relevantní období), doplněnými metodami tržního srovnání (metoda srovnatelných podniků), či majetkovými (účetní hodnota), jejichž výsledek má nicméně pouze informativní význam.

2.1.2. Náklady kapitálu pro výnosové ocenění – výběr dat

2.1.2.1. Náklady vlastního kapitálu

Jak je rozebráno v popisu metodologie uvedeném v příloze tohoto posudku, konstrukce modelu CAPM a jeho naplnění konkrétními údaji může být v praxi variantně, přičemž ne všechny varianty jsou vnitřně konzistentní a metodologicky čisté.

S ohledem na tuzemskou literaturu a praxi nicméně možný a správný považuje znalec přístup v podobě:

- stanovení bezrizikové míry na úrovni
 - k datu ocenění aktuálního výnosu do splatnosti,
 - českého státního dluhopisu,
 - s dobou do splatnosti 10 let či delší pro první fázi modelu (v souladu s délkou první fáze),resp.
 - dlouhodobého (geometrického) průměru výnosu do splatnosti,
 - českých státních dluhopisů,
 - s dobou do splatnosti 10 let nebo delší pro druhou fázi modelu,za předpokladu, že je oceňován podnik s omezenou životností, je pro fázi zbytkové životnosti volena bezriziková míra na úrovni
 - k datu ocenění aktuálního výnosu do splatnosti,
 - českého státního dluhopisu,
 - s dobou do splatnosti odpovídající délce omezené životnosti podniku,
- použití českých státních dluhopisů coby bezrizikové míry je zohledněno v konstrukci rizikové premie země, a to
 - odečtením části volatility připadající na dluhové financování od podílu volatility a
 - opuštěním konstrukce inflačního diferenciálu,
- riziko selhání země je přitom čerpáno z databáze prof. Damodarana (rating based default spread),
- tato databáze je rovněž zdrojem rizikové premie trhu, a to v podobě dlouhodobého geometrického průměru z dat kapitálového trhu USA,
- koeficient beta je získán z databáze Bloomberg Terminal v podobě mediánu nezadlužených beta k datu ocenění společností působících v oboru podnikání oceňovaného podniku, databázi prof. Damodarana v tomto ohledu znalec považuje za nedostatečnou, především z důvodu relativně hrubého oborového členění, které neumožňuje v případech oceňování specifitějších společností nalézt dostatečně blízký obor, databáze prof. Damodarana

rovněž čelí omezení nedostatečné aktualizace (roční, v lepším případě pololetní); možné je nicméně porovnání obou přístupů a zdrojů dat za účelem posouzení relevantnosti vlastního odhadu,

- koeficientem beta je násobena pouze riziková premie trhu a vzhledem k tomu, že společnost PAVUS, a.s. má významnější zahraniční tržby (představující v posledních letech cca 30 % celkových tržeb), je použita třetí varianta modelu s koeficientem lambda na úrovni podílu domácích tržeb,
- podíl volatilit odpovídá tuzemským podmínkám, tedy doporučení MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 nebo MAŘÍK 2018,
- je užitá specifická přírážka za velikost společnosti, když ocenění tuzemského nekotovaného podniku je na základě takto konstruovaného modelu CAPM postaveno z podstatné části na datech z kapitálového trhu, u nějž lze předpokládat průměrně řádově větší společnosti (tržní premie vychází z indexu S&P 500), než v případě oceňovaných tuzemských podniků. Dle studie PODŠKUBKA je přírážka v tuzemské praxi často používána. Možno je k jejímu odhadu využít zahraniční placené databáze (do roku 2013 Ibbotson Associates – *S&P Valuation Yearbook a Cost of Capital Yearbook*, od roku 2014 Duff & Phelps – *Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*), obvyklou tuzemskou praxí je odhad premie znalcem. Vzhledem k značné míře subjektivity při vlastním odhadu specifické premie vychází kalkulace přírážky z databáze obsažené v *2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*.

Konkrétními hodnotami uvedených parametrů jsou k datu ocenění 31. 7. 2018 tyto:

- bezriziková sazba – aktuální výnosnost českých státních dluhopisů s dobou do splatnosti 10 let pro výnosové ocenění metodou diskontovaných peněžních toků s délkou první fáze 10 let, popř. ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů; výnos do splatnosti k uvedenému datu činil dle informačního systému agentury Bloomberg (funkce *GTCZK10YR Index*) **2,161 %**
- bezriziková sazba pro druhou fázi na bázi geometrického průměru desetiletých dluhopisů (měsíční průměr) dle databáze ARAD ČNB **2,754 %**
- riziková premie trhu v podobě geometrického průměru hodnot z kapitálového trhu USA je přejata z databáze prof. Damodarana (postup doporučují i MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2011); jedná se o geometrický průměr za nejdelší dostupné období, tedy 1928 – 2017 (rovněž viz doporučení MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2011), dle datové sestavy „*Discount Rate Estimation – Historical Returns on Stocks, Bonds and Bills – United States*“ ve výši **4,769 %**
- koeficient beta nezadlužený z databáze Bloomberg Terminal; jde o medián nezadlužené beta (unlevered beta) k datu ocenění níže definované skupiny společností **0,563**

V rámci databáze Bloomberg terminal byl jako relevantní obor podnikání určen v rámci klasifikace BIGS sektor:

- Industrials -> Engineering & Construction Services -> Engineering Services

V takto vymezeném sektoru se nachází (nicméně není veřejně obchodovaná) mimo jiné i společnost působící na trhu v České republice, konkrétně:

- TÜV SÜD AG (ticker 710166Z GR Equity) – tzn. mateřská⁷ společnost největšího hráče na tuzemském trhu v jeho vymezení uvedeném v rámci strategické analýzy.

V rámci oboru byly za peer group vybrány pouze společnosti:

1. Působící ve vyspělých zemích (Evropská unie popř. neevropské členové OECD), když u afrických, jihoamerických či obecně asijských společností lze předpokládat odlišný rizikový profil (rovněž v případě využití dat prof. Damodarana bývají dle zkušeností zpracovatele nejčastěji používány geograficky omezené databáze USA či Evropa).
2. Ze základního seznamu byly dále vyloučeny společnosti, u nichž databáze Bloomberg Terminal neposkytovala k datu zpracování žádné údaje.
3. Limitem velikosti porovnávaných společností je kapitalizace na úrovni ekvivalentu 0,5 miliardy CZK a vyšší, když společnosti s malou kapitalizací dle zkušeností zpracovatele

⁷ Ovládající TÜV SÜD Czech s.r.o. prostřednictvím TÜV SÜD Central Eastern Europe s.r.o.

trpí výraznou nelikviditou a s ní spojenými problémy tržního ocenění (vysoká volatilita, neaktuálnost údajů, slabé analytické pokrytí atd.).

Zúžená peer group na základě popsané selekce zahrnuje 80 společností z původních 978.

Hodnota nezadlužené beta redukované peer group k datu ocenění činí:

- mediánu vybrané skupiny společností 0,563
- průměru vybrané skupiny společností 0,569

Vzhledem k atypičnosti oboru podnikání oceňované společnosti nejsou použity údaje z databáze prof. Damodarana, když dle názoru zpracovatel žádný obor neodpovídá dostatečně zaměření společnosti PAVUS, a.s.

Koeficient beta společnosti PAVUS, a.s. je pro účely ocenění použit v podobě mediánu vybrané skupiny společností.

- riziko selhání země je čerpáno z databáze prof. Damodarana; dle datové sestavy „*Discount Rate Estimation – Risk premiums for Other Markets*“ činilo na konci roku 2017 riziko selhání České republiky odvozené z rozdílu ratingů agentury Moody's (tzv. Rating Based Default Spread pro rating ČR na stupni A1) **0,720 %**
- podíl volatilit akciového a dluhopisového trhu pro český trh, odpovídající jak tuzemským studiím RAJDL, popř. NOVOTNÝ, tak aktuální databázi prof. Damodarana **2,800**
- specifická přírážka za velikost společnosti je odvozena ze statistik společnosti Duff & Phelps zveřejněných v *2016 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital*. Dle těchto je prémie za menší velikost společnosti v metodice Center for Research in Security Prices při University of Chicago pro podnik spadající do kategorie společností s mikrokapitalizací (tedy tržní kapitalizací v rozpětí cca 2 – 448 milionů USD) **3,580 %**
- dlouhodobě očekávaná inflace je dle výsledku strategické analýzy (makroekonomické prostředí) odhadnuta na **2,000 %**
- podíl tuzemských tržeb na celkových, který je transformován do parametru lambda, jímž je násobena riziková přírážka země, je stanoven na základě údajů z předvah společnosti za poslední tři roky (jako poměr tuzemských tržeb na celkových v brutto hodnotách, tzn. před slevami, které nelze na jednotlivé trhy rozčlenit) **0,699**

2.1.2.2. Náklady cizího kapitálu

K datu ocenění společnost PAVUS, a.s. neevidovala žádné úročené dluhy, podobně jako v celém posuzovaném historickém období.

Úrokové náklady nových úvěrů jsou modelovány dle metodiky prof. Damodarana, popsané např. v MAŘÍK 2018, tzn. na bázi bezrizikové úrokové míry (viz konstrukce nákladů vlastního kapitálu) a přírážky dané stupněm ratingu odhadnutým na základě propočteného ukazatele úrokového krytí v každém roce výhledu pro menší nefinanční společnosti s kapitalizací pod 5 miliard USD a rizikovější společnosti.

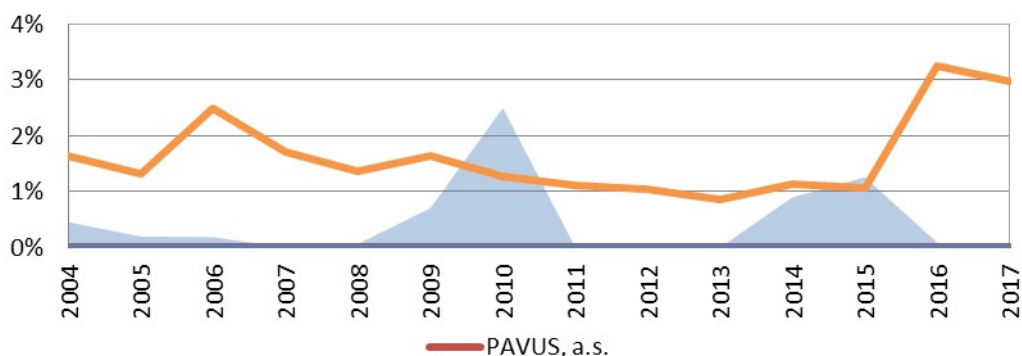
Propočtený rating je v každém roce výhledu na stupni AAA, a to z titulu modelované velmi nízké zadluženosti (viz generátor hodnoty financování). Tato je odvozena z tržních dat, tedy dle konkurenčních společností (viz finanční analýza).

Dle srovnávací analýzy tuzemské společnosti působící v oboru využívají cizí zdroje v relativně malém objemu – ve vztahu k aktivům se jedná řádově o 1 – 3 %, je-li brán v potaz průměr vážený aktivy (medián je nulový vzhledem k tomu, že nadpoloviční většina společností úročené cizí zdroje nevyužívá vůbec, typicky např. státní podniky, tvořící třetinu subjektů ve srovnávané skupině).

Uvedené lze graficky znázornit v grafu, který má následující legendu:

- červený liniový graf je hodnota ukazatele společnosti,
- oranžový liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého aktivy,
- modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Podíl úročených cizích zdrojů na aktivech společností v oboru (lokální konkurence)



Zdroj: výroční zprávy jednotlivých společností, vlastní propočet

Při znalosti výše úročených dluhů jednotlivých společností a odpovídajících nákladových úroků lze demonstrovat průměrnou sazbu cizího kapitálu v oboru a její vývoj. V daném případě se jedná o průměr vážený objemem úročených dluhů.

Nákladové úroky k průměrnému stavu úročených dluhů – objemem úročených dluhů vážený průměr



Zdroj: výroční zprávy jednotlivých společností, vlastní propočet

Z grafu je patrné, že se od roku 2010 průměrný náklad na úročené cizí zdroje pohybuje kolem 1 – 1,5 %, tedy kolem poloviny hodnot pozorovaných do roku 2009 (zhruba 2 – 4 %). V rámci aktuálního růstu úrokových sazeb nelze tyto nedávné údaje považovat za relevantní.

Pro účely odhadu průměrných nákladů kapitálu je po splacení stávajících úvěrů modelována výše nákladů cizího kapitálu na úrovni 2,7 %, odpovídající bezrizikové úrokové míře 2,16 % a přírázce 0,54 % pro ratingový stupeň AAA. Tato výše je nad úrovní posledních let, kdy v tuzemské a evropské ekonomice vlivem politiky centrálních bank vládlo období rekordně nízkých úroků, jež k datu ocenění viditelně končí (viz strategická analýza).

2.1.2.3. Náklady daňových štítů

Při použití univerzální reagenční funkce lze při přepočtu nákladů vlastního kapitálu na danou úroveň zadlužení v návaznosti na míru jistoty dosažení daňových úspor stanovit náklady daňových štítů v rozpětí nákladů cizího kapitálu až nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení.

V uvedeném případě znalec považuje daňové štíty za relativně jisté (nízká úroveň zadlužení bez rizika nákladů finanční tísně, referenční sazby stále nepříliš vzdálené od dlouhodobých minim). Náklady daňových štítů jsou vzhledem k tomuto závěru odhadnuty ve výši nákladů cizího kapitálu. V období, kdy společnost nebude využívat dluhové financování (první roky plánu, kdy budou aktuálně předpokládány investice financované z vlastních zdrojů – tedy nakumulované finanční rezervy), je předpokládaná výše nákladů daňových štítů na úrovni ratingového stupně AAA.

2.1.3. Metoda DCF

Popis metody diskontovaných peněžních toků v různých zastupitelných variantách (equity, entity, APV) je součástí příloh tohoto materiálu. Tou je rovněž popis metodologie konstrukce nákladů kapitálu.

2.1.3.1. Náklady kapitálu pro metodu DCF

Vzhledem ke skutečnosti, že společnost bude dle zpracovaného modelu v dalších letech využívat úročené cizí zdroje, byť ve velmi omezeném rozsahu, je pro účely metody DCF proveden přepočet nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení na konkrétní hladinu zadlužení v daném roce v tržních cenách kapitálu (tedy iteračním přepočtem pomocí univerzální reagenční funkce).

Z tohoto titulu se náklady vlastního kapitálu v jednotlivých letech liší, rozdílné jsou rovněž průměrné vážené náklady kapitálu zohledňující podíl jednotlivých kapitálových složek a jejich specifické náklady.

Výše nákladů vlastního kapitálu při nulovém zadlužení je rovněž rozlišena v první a druhé fázi modelu prostřednictvím specificky kalkulované bezrizikové sazby.

2.1.3.2. Volné peněžní toky

Volné peněžní toky jsou vymezeny úpravami modelovaného korigovaného provozního výsledku hospodaření především o položky nákladů, které nepředstavují v daném období výdaj (typicky odpisy), dalšími úpravami je zohlednění investiční politiky a vývoje položek pracovního kapitálu, na úrovni vlastníků společnosti dále ještě zadluženosti podniku (změna úročených cizích zdrojů a jejich zpoplatnění). Kompletní výpočet volných peněžních toků pro celý výhled je uveden v příloze v členění dle publikace BUUS 2007. Zkrácenou podobu ukazuje níže uvedená tabulka.

Z přehledu volných peněžních toků je patrné, že v prvních dvou letech plánu bude KPVH snižován zvýšenou investiční aktivitou, resp. její částí účtovanou jako opravy v nákladech běžného období. Účetní zisk bude korigován rozpuštěním rezerv, nicméně KPVH upravený o nepeněžní operace tuto skutečnost plně odhaluje.

Po ukončení investiční vlny a počátku modelování investic globálním přístupem společně s normalizací nákladovosti služeb, bude KPVH (core EBIT) pravidelně kladný. Významnou položkou v propočtu peněžních toků budou odpisy, zvláště na počátku modelovaného období zvýšené vlivem aktuálních investic. Po odepsání stávajících aktiv (resp. alespoň hmotných movitých věcí), dojde k poklesu odpisů a zvýšení core EBIT. Na core EBITDA tato skutečnost nemá vliv.

Peněžní toky budou snižovány pravidelnými investicemi, zvláště na počátku modelovaného období natolik vysokými, že dojde ke spotřebě peněžních prostředků. Tato skutečnost je zohledněna při vymezení provozně potřebného a nepotřebného krátkodobého finančního majetku k datu ocenění. Dle propočtu zpracovatele dojde v nejbližších dvou letech ke spotřebě nejméně poloviny aktuální výše krátkodobého finančního majetku, pokles bude vyšší, než činí vymezená provozní část krátkodobého finančního majetku k datu ocenění. Od roku 2020 již budou peněžní toky kladné, v uvedeném roce je modelováno i čerpání úročených cizích zdrojů. Změna provozně potřebného pracovního kapitálu je ve všech letech výhledu relativně malá.

Plánované volné peněžní toky (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	1 071	3 356	7 583	7 823	8 263	8 484	8 737	8 996	9 151	9 507	9 789
Brutto investice do provozně potřebných stálých aktiv	7 500	7 500	5 000	2 988	3 078	3 170	3 265	3 363	3 464	3 568	3 675
Změna provozně potřebného pracovního kapitálu v	-389	191	196	247	254	261	269	277	286	294	303
FCFF	-6 040	-4 336	2 387	4 588	4 931	5 052	5 203	5 355	5 401	5 645	5 811
Nákladové úroky po zdanění	0	0	33	64	63	61	60	60	61	61	62
Změna úročeného cizího kapitálu	0	0	1 494	1 432	-60	-56	-51	-37	44	29	36
FCFE	-6 040	-4 336	3 849	5 955	4 808	4 935	5 092	5 259	5 384	5 612	5 785

Zdroj: vlastní propočet

2.1.3.3. Parametry pokračující hodnoty

V příloze je uveden vývoj parametrů, běžně zohledňovaných v propočtu pokračující hodnoty, během první fáze. Doba první fáze pro výnosové ocenění společnosti PAVUS, a.s. je zpracovatelem stanovena na 10 let. Této době odpovídá zvolená bezriziková sazba (výnosnost dluhopisů s dobou do splatnosti rovněž 10 let). Doba odpovídá stabilizaci jednotlivých stěžejních finančních ukazatelů v návaznosti na plán generátorů hodnoty:

- tržby – modelován je stabilní růstu trhu a tržní podíl oceňované společnosti,
- zisková marže – specificky je modelována v prvních dvou letech plánu (zvýšené opravy), následně stabilní, díky tomu tempo růstu zisku (core EBITDA) poměrně rychle konverguje k růstu tržeb,
- upravený pracovní kapitál – využit je model na bázi koeficientu náročnosti růstu tržeb na upravený pracovní kapitál, díky čemuž konverguje tempo opět k růstu tržeb,
- investice do dlouhodobého majetku – vzhledem k vysoké investiční aktivitě v posledních letech před datem ocenění a v dalších cca 2 – 3 letech dochází k disbalanci mezi vývojem dlouhodobého majetku a tržeb, a tedy i FCF, když tato je do dalších let přenášena zároveň zvýšenými odpisy (dopad i na core EBIT), jedná se o nejsilnější faktor ovlivňující délku první fáze, která je ukončena až v době sladění odpisů a investic do dlouhodobého majetku,
- financování – není až tak významné, ke změně dochází hlavně v horizontu 3 – 4 po datu ocenění, kdy je modelováno první využití úročených zdrojů.

S ohledem na uvedené dochází ke sladění tempa růstu tržeb, core EBIT a core EBITDA, FCFF a provozně nutného pracovního kapitálu cca po deseti letech od data ocenění.

Vstupem pro propočet pokračující hodnoty je tak KPVH po daních za rok 2028.

Pro účel odhadu pokračující hodnoty je mimo tento korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních nutný dále odhad:

- dlouhodobého tempa růstu a
- rentability investic, popř.
- místo obou položek míry investic ve druhé fázi.

Tempo růstu g je v první fázi plánováno na stabilní úrovni 3,0 %, odpovídající dosavadnímu růstu trhu. Ve druhé fázi je dle názoru zpracovatele odpovídající jeho snížení k dlouhodobé úrovni inflace, či spíše mírně nad ní, když reálný růst trhu bude jen velmi nízký. Modelováno je tempo 2,25 %

Posledním stěžejním parametrem pokračující hodnoty je rentabilita investic netto, coby přírůstková veličina k rentabilitě provozně nutného investovaného kapitálu, tedy průměrné

veličině. Z tohoto vztahu vyplývá, že se v dlouhém období budou obě rentability rovnat, výhled rentability investic netto pro druhou fázi je tak faktickým výhledem rentability investovaného kapitálu.

Z odhadnutého tempa dlouhodobého růstu a rentability investic je v posledním kroku propočtena míra investic ve druhé fázi.

$$m_I = \frac{g}{r_I} = \frac{2,25\%}{10,5\%} = 21,4\%$$

kde

g dlouhodobé tempo růstu

r_I rentabilita investic

m_I míra investic netto

Důležitým vztahem je poměr rentability provozně nutného investovaného kapitálu (ve druhé fázi investic) a nákladů kapitálu. Rentabilita dle názoru zpracovatele bude jen velmi mírně převyšovat náklady kapitálu, když nebyla identifikována zásadní konkurenční výhoda, která by opravňovala dosahování vyšší výnosnosti. V rámci strategické analýzy provedené hodnocení konkurenční síly společnosti je průměrné. Náklady vlastního kapitálu ve druhé fázi by se na základě výše uvedených dat měly pohybovat kolem hodnoty 10 %.

2.1.3.4. Ocenění metodou DCF

V příloze ocenění je naznačen postup propočtu základními variantami modelu DCF, které jsou z pohledu konečného výsledku plně kompatibilní (podávají obecně stejný výsledek, i když v praxi vznikají drobné rozdíly při datu ocenění stanovenému v průběhu roku, takže nejbližší peněžní tok je diskontován po období menší než 1, drobný rozdíl může rovněž vzniknout v situaci, kdy je dluhové financování využito poprvé až po datu ocenění a jsou tak diskontovány daňové štíty i po období, kdy společnost úročené dluhy nemá).

Vzhledem k existenci úročených dluhů lze za základní variantu v daném případě považovat variantu DCF entity, varianta APV poskytuje dodatečný údaj o rozkladu brutto hodnoty podniku na nezadluženou hodnotu a vliv daňových štítů.

Po stanovení parametrů pokračující hodnoty je možné přistoupit k finálnímu ocenění podniku společnosti PAVUS, a.s. Hodnota podniku brutto provozní na počátku druhé fáze představuje pokračující hodnotu podle vzorce uvedeného pro variantu DCF entity.

Tato pokračující hodnota je po odečtu úročených dluhů k počátku druhé fáze hodnotou hlavního provozu podniku k počátku druhé fáze. Směrem k datu ocenění je ve variantě entity hodnota brutto vždy navýšena o příslušný roční peněžní tok do firmy a odúročena za pomoci průměrných vážených nákladů kapitálu.

V posledním kroku propočtu jsou k provozní hodnotě podniku přičtena neprovozní aktiva (stanovená část krátkodobého finančního majetku), stejně jako v ostatních metodách ocenění.

Vypočtenou hodnotou podniku (100% podílu na základním kapitálu) společnosti PAVUS, a.s. zohledňující neprovozní aktiva je částka 60,5 milionů CZK.

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou diskontovaných peněžních toků odhadnuta na cca 59,7 milionů CZK.

2.1.4. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Popis metody kapitalizovaných čistých výnosů, včetně jejího postupu či kalkulace nákladů vlastního kapitálu pro tuto metodu je uveden v příloze ocenění.

2.1.4.1. Úprava čistých výnosů oceňované společnosti

S ohledem na výše popsaný vývoj společnosti PAVUS, a.s. tedy zvýšenou investiční aktivitu, z ní vyplývající vyšší kapacitu a tedy i vyšší tržby a zisky, jsou pro účely odhadu trvale odnímatelného čistého výnosu použity výsledky posledních pěti let, tzn. období 2013 – 2017.

V rámci úprav definované časové řady jsou provedeny tyto operace:

- Z výsledku hospodaření před zdaněním jsou pro účel odhadu výsledků před odpisy vyloučeny odpisy provozně potřebného majetku (v daném případě tedy veškerého) z historických cen.
- Jsou vyloučeny rovněž náklady a výnosy nesouvisející s neprovozním majetkem.
 - Jako neprovozní byla v historické časové řadě v jednotlivých letech identifikována část krátkodobého finančního majetku, který generuje byť nepatrné úrokové výnosy. Podíl neprovozní části úrokových výnosů je stanoven dle podílu neprovozní části krátkodobého finančního majetku na celkovém zůstatku v příslušném roce.
 - Provedena by mohla být rovněž úprava o odpisy z neprovozních aktiv, ta nicméně nebyla identifikována.
- Jsou vyloučeny další jednorázové, resp. s hlavním provozem nesouvisející vlivy – prodeje dlouhodobého majetku a jeho zůstatková hodnota. V rámci zvoleného relevantního období posledních 5 let tyto položky nehrají významnou roli.
- Dále bývají standardně vyloučeny mimořádné náklady a jimi vyvolaná změna daňové povinnosti, viz v rámci metodiky popsaná podmínka účtování nákladů a výnosů do období, ke kterým se věcně a časově vztahují. Tato úprava je v případě společnosti relevantní, a to s ohledem na skutečnost, že účtuje významné opravy dlouhodobého majetku do nákladů běžného období. Vhodné by bylo vymezení uvedených položek ve všech letech, aktivace tohoto dlouhodobého majetku a sestavení plánu jeho odpisů. Vzhledem k absenci podrobných údajů jsou vyloučeny jen největší opravy v roce 2017, tzn. částka 6,5 milionů CZK (oprava stěnové pece PO2 a zkušební haly PO3). Daný postup nicméně naznačuje, že nejsou vyloučeny všechny náklady a výsledek ocenění touto metodou tak bude zřejmě vychýlený směrem dolů.
- S ohledem na podmínku věcné a časové souvislosti jsou výsledky upraveny i o tvorbu a čerpání rezerv.

Těmito operacemi je v každém roce určen tzv. upravený výsledek hospodaření před odpisy, který je dále s ohledem na ocenění ve stálých cenách nutné upravit o naběhlou inflaci.

Cenový vývoj je převzat z vývoje cen na relevantním (resp. nejpodobnějším nadřazeném) trhu společnosti. Ze statistik ČSÚ je získán cenový vývoj na trhu definovaným kódem NACE M 71: *Architektonické a inženýrské služby; technické zkoušky a analýzy*, které se zpracovateli jeví jako nejvíce odpovídající zaměření oceňované společnosti (resp. odpovídá jejímu hlavnímu NACE).

V předchozím kroku propočtené upravené výsledky hospodaření před odpisy jsou za využití získané míry inflace v jednotlivých letech přepočteny na cenovou hladinu k datu ocenění. Takto upravené výsledky hospodaření očištěné o inflaci jsou v konečném kroku úprav prováděných pro každý z posuzovaných roků ještě váženy s ohledem na jejich významnost pro odhad budoucích výsledků hospodaření.

Jak je uvedeno výše, za relevantní je znalcem považováno období posledních pěti let. V rámci tohoto období byly všem letům přiřazeny stejné váhy.

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy určený na základě popsaných operací činí za roky 2013 – 2017 částku 5 784 tisíc CZK.

Úpravy výsledků hospodaření pro ocenění metodou kapitalizovaných čistých výnosů (v tisících CZK)

		2013	2014	2015	2016	2017
Výsledek hospodaření před zdaněním	=	1 499	1 711	4 161	2 049	1 821
Odpisy	+	3 084	3 052	2 932	3 351	3 234
Výnosy související s neprovozním majetkem	-	67	51	19	8	4
Náklady související s neprovozním majetkem	+					
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	-	49	83	0	198	2
Zůstatková cena dlouhodobého majetku	+	21	125	0	70	0
Mimořádné osobní náklady - restrukturalizace	+					
Mimořádné výnosy	-					
Mimořádné náklady	+					
Daň z mimořádné činnosti	+					
Změna stavu rezerv - rezervy odkládající daň. povinnost	-	1 047	1 999	4 449	856	-4 022
Jiné neopakovatelné výnosy	-					
Jiné neopakovatelné náklady	+					6 500
Upravený výsledek hospodaření před odpisy	=	3 441	2 755	2 625	4 408	15 571
Míra inflace 71: Architektonické a inženýrské služby; technické zkoušky a analýzy		2,6%	0,5%	-0,4%	1,3%	0,1%
Cenový index řetězový	2	1,03	1,01	1,00	1,01	1,00
Cenový index bazický vztažený k poslednímu roku výkazů	/	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00
Upravený výsledek hospodaření očištěný o inflaci	=	3 492	2 782	2 662	4 412	15 571
Váhy	*	1	1	1	1	1
UVH očištěný o inflaci * váhy	=	3 492	2 782	2 662	4 412	15 571

Zdroj: vlastní odhad

2.1.4.2. Ocenění podniku společnosti metodou KČV

Určený trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy je dle logiky metodologie KČV snížen o odhadnutou výši odpisů z reprodukčních cen. Zároveň tato úroveň představuje předpokládané investice, které by podniku dostačovaly k udržení substance a dodržení předpokladu going-concern.

Odpisy společnosti PAVUS, a.s. byly od roku 2013 poměrně stabilní, pohybovaly se kolem úrovně 3 milionů CZK. V uvedeném období došlo vlivem zvýšené investiční aktivity k zastavení předchozího dlouhodobého poklesu ročních odpisů a v posledních dvou letech dokonce k jejich růstu (po zařazení horizontální pece do užívání v roce 2016).

Pro účel ocenění metodou KČV odhaduje zpracovatel budoucí výši investic a odpisů na úrovni 3,25 milionů CZK. Tato výše je v souladu s aktuální výší odpisů i plánem investic v rámci zpracovaného finančního výhledu (po cca tříletém období, pro něž jsou modelovány investice vyšší, s ohledem na aktuální plány společnosti).

Trvale odnímatelný čistý výnos před daní je po odpočtu výše uvedené částky odpisů odhadnut za roky 2013 – 2017 na částku cca 2,5 milionu CZK.

Daňový základ je počítán z odpisů z posledního roku časové řady, když je předpokládáno, že tyto odpisy byly k datu ocenění daňově uznatelné (a není proto vhodné uplatňovat nově stanovené – v případě, že by tyto byly vyšší než odpisy aktuálního datu ocenění, nebylo by uplatnění nově kalkulovaných ani možné, když by část byla daňově neuznatelná). Daň z tohoto základu je propočtena v návaznosti na platnou sazbu daně z příjmů právnických osob, která k datu ocenění činila 19 %.

Trvale odnímatelný čistý výnos po vypočtené dani činí pro období 2013 – 2017 částku 2 050 tisíc CZK.

Trvale odnímatelný čistý výnos po dani je kapitalizován výše odhadnutými náklady vlastního kapitálu (při konkrétní výši zadlužení k datu ocenění) očištěnými o předpokládanou dlouhodobou inflaci, která činí 2,0 % (viz strategická analýza). Nominální náklady vlastního

kapitálu po vyladění kapitálové struktury v metodě kapitalizovaných čistých výnosů byly k datu ocenění odhadnuty na 8,89 %, reálné náklady očištěné o dlouhodobě očekávanou inflaci jsou pak 6,89 %.

Výsledkem kapitalizace je hodnota vlastního kapitálu z hlavního provozu podniku. Ta na základě popsaných úprav a předpokladů činí k datu ocenění 31. 7. 2018 pro období 2013 – 2017 částku 29,8 milionů CZK.

K provozní hodnotě podniku je v posledním kroku standardně přičteno samostatné ocenění neprovozního majetku, tedy aktiv, která je možno z podniku k datu ocenění odebrat, aniž by se změnila perspektiva podnikání či základní předpoklady modelu.

V rámci úpravy účetních výkazů na ekonomická data byla jako jediná položka provozně nepotřebných aktiv identifikována část krátkodobého finančního majetku. K datu ocenění 31. 7. 2018 byla hodnota tohoto neprovozního majetku odhadnuta na cca 22,6 milionů CZK.

Konečné ocenění je stanoveno na úrovni součtu výše uvedené provozní hodnoty vlastního kapitálu a neprovozních aktiv. K datu ocenění 31. 7. 2018 činí pro období 2013 – 2017 částku 52,3 milionů CZK.

Odhad hodnoty vlastního kapitálu paušální metodou KČV (v tisících CZK)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy	=	5 784
Odpisy z reprodukčních cen	-	3 250
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	=	2 534
Odpisy z posledního roku	-	3 234
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	=	2 550
Daňová sazba (daň z příjmů právnických osob)	*	19%
Daň	=	485
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	=	2 050
Kalkulovaná úroková míra (reálná - bez inflace)	/	6,888%
Provozní hodnota vlastního kapitálu	=	29 755
Ocenění neprovozních aktiv	+	22 588
Hodnota vlastního kapitálu	=	52 343

Zdroj: vlastní odhad

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou kapitalizovaných čistých výnosů odhadnuta na úrovni 52,3 milionů CZK.

2.1.5. Metoda srovnatelných podniků

Popis metodiky ocenění metodou srovnatelných podniků je uveden v příloze tohoto ocenění. Volba peer group, tedy skupiny srovnatelných podniků je popsána v kapitole ozřejmující výběr dat pro model nákladů vlastního kapitálu, když peer group slouží k odhadu koeficientu beta, který je součástí modelu oceňování kapitálových aktiv.

Údaje o obchodovaných společnostech:

- jsou variantně vztaženy k poslednímu finančnímu roku před datem ocenění, tedy odpovídají roku 2017, resp.
- vycházející z období posledních 5 let před datem ocenění.

Za nejsprávnější je patrně možné považovat ocenění dle očekávaných hodnot ukazatelů. To nicméně předpokládá dobré tržní pokrytí obchodovaných společností a dostupnost relevantních

odhadů jejich budoucích výsledků, které by bylo možno porovnávat s očekávanými výsledky oceňované společnosti. Dle názoru zpracovatele tato očekávání zvláště v případě většiny méně likvidních titulů nejsou příliš kvalitní a nelze je považovat za tržní.

V případě společnosti PAVUS, a.s. je datová základna limitovaná specifícností oboru podnikání – lze předpokládat přeci jen více či méně odlišné zaměření veřejně obchodovaných subjektů, než silně regulovaná činnost oceňované společnosti. Z tohoto důvodu má metoda v ocenění pouze podpůrnou funkci (jde především o zdroj beta koeficientu pro výnosové metody ocenění).

2.1.5.1. Ocenění dle pětiletých průměrů násobitelů

Ocenění srovnáním lze postavit např. na výše popsaných datech založených na pětiletých průměrech cen akcií a finančních ukazatelů.

Průměrné hodnoty dle názoru zpracovatele eliminují problém případných jednorázových výkyvů v hospodaření porovnávaných společností a především volatility finančního trhu, byť již částečně nemusejí odpovídat situaci přesně k datu ocenění (např. z titulu postupného rolování tokových veličin). Nemusí být dostupné pro dostatečně vysoký počet společností.

Faktorem, který je v ocenění rovněž zohledňován, je variabilita souborů dat získaných z jednotlivých peer groups. Tento faktor se projevuje v ocenění ve dvou ohledech:

- určení konkrétní hodnoty násobitele,
- určení nejvhodnějšího násobitele.

Algoritmus ocenění násobiteli je naznačen na příkladu násobitele $EV/EBITDA$. U ukazatelů vycházejících z P je bezprostředním výsledkem násobení identifikovaným multiplem hodnota provozní – obchodovatelná a není zohledňováno zadlužení.

Algoritmus výpočtu hodnoty podniku pro EBITDA – pětileté průměry ukazatelů (v tisících CZK)

EBITDA operační (průměr 5 let)		6 905
Násobitel - medián identifikované peer group	*	10,59
H_b (entity; EV) provozní – obchodovatelná	=	73 095
Úročené dluhy - provozní hotovost	-	-13 007
H_n (equity; P) provozní – obchodovatelná	=	86 102
Diskont za neobchodovatelnost	-	27,10%
H_n (equity; P) provozní – neobchodovatelná	=	62 768
Neprovozní aktiva k datu ocenění	+	22 588
H_n (equity) celková – neobchodovatená	=	85 357

Zdroj: vlastní odhad

Určení konkrétní hodnoty násobitele – pro každý soubor dat je provedena základní analýza jeho variability, tzn. spočítána průměrná hodnota, směrodatná odchylka, variační koeficient a jednotlivé kvantily (první, druhý/medián a třetí). Vzhledem k zjevné náchylnosti některých ukazatelů (obvykle na bázi některé nižší úrovně zisku) dosahovat extrémních hodnot (v situaci, kdy je podnik na pomezí zisku a ztráty) se nejvíce jako vhodné použití průměrů.

Násobitele peer group – průměr posledních pěti let

	P/E	P/BV	P/S	P/CF	EV/EBITDA
První kvartil	12,91	0,71	0,31	7,11	8,16
Medián	17,66	1,40	0,56	13,92	10,59
Třetí kvartil	21,71	2,47	1,02	20,03	14,46
Průměr	19,13	1,66	0,78	17,81	13,68
Směrodatná odchylka	11,14	1,18	0,76	15,06	12,20
Variační koeficient	0,58	0,71	0,97	0,85	0,89
Počet hodnot	42	68	70	38	52

Zdroj: vlastní propočet

K odhadu hodnoty podniku společnosti PAVUS, a.s. byly mimo tržních dat využity její relevantní finanční veličiny za období posledních pěti let.

Průměrné veličiny za období 2013 – 2017:

• Tržby	47 200 tisíc CZK
• EBITDA operační	6 905 tisíc CZK
• EBIT	3 774 tisíc CZK
• Čistý zisk	1 858 tisíc CZK
• Cash-flow	4 511 tisíc CZK
• Vlastní kapitál z PNIK	36 596 tisíc CZK

Stavové veličiny k datu ocenění 31. 7. 2018:

• Úročené dluhy	0 tisíc CZK
• Provozní krátkodobý finanční majetek	13 007 tisíc CZK
• Neprovozní aktiva	22 588 tisíc CZK

Vypočtené odhady hodnoty podniku společnosti PAVUS, a.s. včetně zachycení neprovozního majetku shrnuje tabulka.

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. včetně neprovozních aktiv na bázi pětiletých průměrů (v tisících CZK)

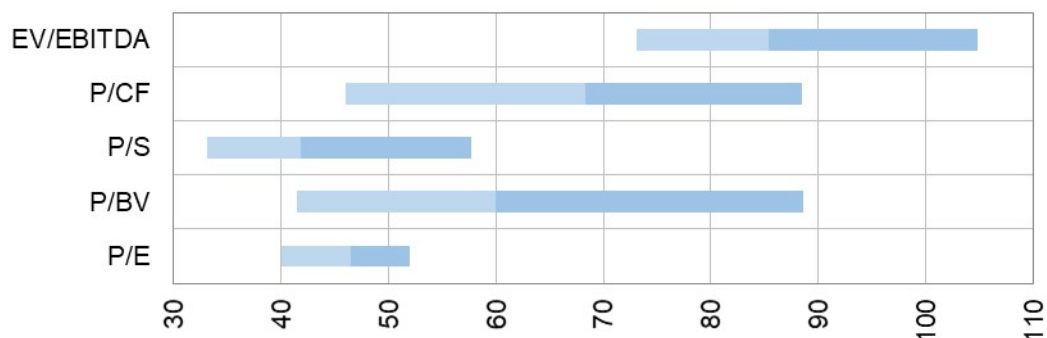
	P/E	P/BV	P/S	P/CF	EV/EBITDA
První kvartil	40 074	41 501	33 126	45 967	73 124
Medián	46 514	59 955	41 804	68 355	85 357
Třetí kvartil	52 006	88 568	57 681	88 467	104 855
Průměr	48 507	66 931	49 480	81 155	68 853

Zdroj: vlastní propočet

Jako hlavní násobitel pro ocenění metodou srovnatelných podniků lze vybrat ukazatel P/BV , který je založen na relativně vysokém počtu dostupných dat. Rovněž vykazuje relativně mírnější variační koeficient, nicméně dle tohoto měřítka jsou všechny násobitele problematické. Nejčastěji užívaný ukazatel $EV/EBITDA$ v daném oboru není dle názoru zpracovatele zcela vhodný, za prvé vlivem přetrvávající odlišnosti oceňované a porovnávaných společností, tak také díky odlišné dynamice výsledků, když CAGR EBITDA vymezené skupiny veřejně obchodovaných společností za posledních 5 let dosáhl více než 14 %, což ospravedlňuje vyšší ocenění v případě, že bude posilování jejich ziskovosti pokračovat nebo bude alespoň zachována jejich aktuálně zvýšená ziskovost.

Porovnání statistik jednotlivých ukazatelů naznačuje, že ani jeden z ukazatelů v rámci popsaných násobitelů nevykazuje požadovaně nízkou míru variability, všechny ukazatele mají vysoký variační koeficient.

Variabilita⁸ ocenění průměrnými násobiteli za posledních pět let (v milionech CZK)



Zdroj: vlastní propočet

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou srovnatelných podniků odhadnuta na základě ukazatele *P/BV* vycházejícího z pětiletého průměru hodnot akcií a finančních výsledků porovnatelných společností na cca 60,0 milionů CZK (v rámci rozpětí daného prvním a třetím kvantilem ve výši 41,5 – 88,6 milionů CZK).

2.1.5.2. Ocenění dle průměrů násobitelů za rok 2017

Alternativním odhadem hodnoty podniku společnosti PAVUS, a.s. je ocenění na bázi průměrných dat za rok 2017.

Finanční ukazatele za rok 2017

• Tržby	46 769 tisíc CZK
• EBITDA	6 386 tisíc CZK
• EBIT	3 152 tisíc CZK
• Čistý zisk	2 791 tisíc CZK

Stavové veličiny k datu ocenění 31. 7. 2018

• Vlastní kapitál z PNIK	36 163 tisíc CZK
• Úročené dluhy	0 tisíc CZK
• Provozní krátkodobý finanční majetek	13 007 tisíc CZK
• Neprovozní aktiva	22 588 tisíc CZK

Při srovnání obou sad vstupních údajů je zřejmé, že hospodaření v roce 2017 na úrovni tržeb a operační EBITDA či EBIT, popř. vlastního kapitálu není zásadně odlišné od pětiletého průměru. Více se odlišují hodnoty čistého zisku nebo cash-flow dle vymezení agentury Bloomberg.

Pro ukazatele vycházejících z aktuálnějších údajů poskytuje databáze Bloomberg širší sadu vstupních údajů (širší portfolio násobitelů). Ze srovnání s údaji v předchozí kapitole je zřejmé, že dostupných je i více údajů o jednotlivých firem (větší počet hodnot), což ovšem nemá pozitivní vliv na variabilitu souborů, jejich variační koeficienty jsou obecně vyšší než u pětiletých průměrů.

⁸ Naznačeno je rozpětí hodnoty propočtené dle prvního a třetího kvantilu násobitele. Rozpětí je vizuálně (změnou barvy) rozděleno v mediánu ukazatele.

Násobitele peer group – průměr roku 2017

	P/E	P/BV	P/CF	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S
První kvartil	11,94	0,76	6,95	4,92	7,44	0,32
Medián	17,52	1,55	12,36	9,42	11,82	0,66
Třetí kvartil	29,13	2,79	21,75	13,69	19,77	1,33
Průměr	24,57	2,04	23,66	14,75	15,81	1,15
Směrodatná odchylka	22,04	1,85	41,59	35,08	15,41	1,52
Variační koeficient	0,90	0,91	1,76	2,38	0,97	1,33
Počet hodnot	74	79	73	74	69	77

Zdroj: vlastní propočet

Ve srovnání s oceněním dle pětiletých průměrů je výrazně odlišná hodnota indikovaná ukazatelem P/CF , při podobném násobku vlivem odlišné výše cash-flow oceňované společnosti. Totéž platí pro ukazatel P/E . Ukazatel P/BV se zásadněji neliší, když se příliš nezměnil vymezený vlastní kapitál hlavního provozu oceňované společnosti, ani tržní násobek. U $EV/EBITDA$ dochází k poklesu vlivem nižšího násobku zisku posledního roku, který reflektuje předchozí rychlý růst ziskovosti burzovně obchodovaných společností.

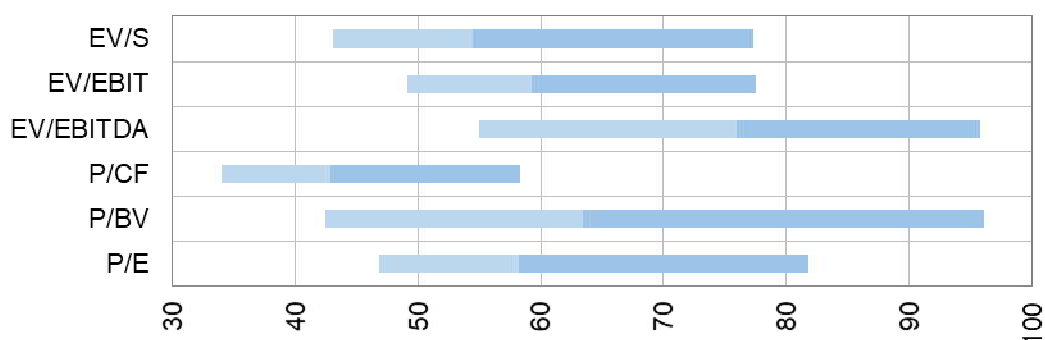
Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. včetně neprovozních aktiv na bázi průměru roku 2017 (v tisících CZK)

	P/E	P/BV	P/CF	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/S
První kvartil	46 882	42 492	34 011	54 953	49 169	43 044
Medián	58 241	63 459	42 898	75 932	59 234	54 440
Třetí kvartil	81 854	96 130	58 342	95 793	77 506	77 339
Průměr	72 577	76 413	61 484	100 743	68 398	71 112

Zdroj: vlastní propočet

Vysokou variabilitu burzovních dat naznačuje graf. Obdobné výsledky poskytují oba již popsané ukazatele, s ohledem na mírně nižší variační koeficient a konzistenci ve vztahu k ocenění na základě pětiletých průměrů lze i v tomto případě zřejmě vyjít z hodnoty P/BV . Výsledek je rovněž poměrně konzistentní s ostatními násobiteli, tedy P/E , $EV/EBIT$ či EV/S . Přetrvávající míra variability nicméně ukazuje, proč může mít ocenění metodou srovnatelných společností jen doplňkový charakter a nelze na něm založit závěrečný výrok.

Variabilita⁹ ocenění průměrnými násobiteli za poslední finanční rok (v milionech CZK)



Zdroj: vlastní propočet

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou srovnatelných podniků odhadnuta na základě ukazatele P/BV vycházejícího průměru hodnot akcií a finančních výsledků porovnatelných společností

⁹ Naznačeno je rozpětí hodnoty propočtené dle prvního a třetího kvartilu násobitele. Rozpětí je vizuálně (změnou barvy) rozděleno v mediánu ukazatele.

za rok 2017 na cca 63,5 milionů CZK (v rámci rozpětí daného prvním a třetím kvantilem ve výši 42,5 až 96,1 milionů CZK).

2.1.5.3. Výsledné ocenění metodou srovnatelných podniků

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou srovnatelných podniků odhadnuta na základě ukazatele *P/BV* vycházejícího z různě vymezených časových období před datem ocenění (pětiletý průměr, průměr roku 2017) v rozpětí cca 60,0 – 63,5 milionů CZK.

2.1.6. Metoda účetní

V rámci určení účetní hodnoty vycházející z konceptu historických cen, tedy vyjadřující skutečně vynaložené náklady na pořízení aktiv podniku, je třeba respektovat především provedené rozčlenění aktiv a pasiv podniku, tak jak je uvedeno výše. Tzn. samostatně pracovat s neprovozními aktivy a dále zohlednit převod některých cizích zdrojů (rezerv) mezi ekvivalenty vlastního kapitálu.

Hodnota podniku netto společnosti PAVUS, a.s. k 31. 7. 2018 zohledňující neprovozní aktiva byla metodou účetní odhadnuta na úrovni 58,8 milionů CZK.

Ocenění podniku společnosti PAVUS, a.s. účetní metodou (v tisících CZK)

Vlastní kapitál provozně potřebný z PNIK	32 163
Ekvivalenty vlastního kapitálu	4 000
Provozně nepotřebná aktiva	22 588
Hodnota podniku netto	58 751

Zdroj: vlastní propočet

2.2. Ocenění podílu na základním kapitálu

Druhým bodem definovaného předmětu ocenění je podíl na základním kapitálu společnosti PAVUS, a.s. představovaný 1 989 kusy kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK.

Při celkovém počtu 35 549 kusů akcií se jedná o minoritní podíl 5,60 % na základním kapitálu.

2.2.1. Oceňování minoritního podílu

Oceňování podílů na základním kapitálu zjednodušeně předpokládá, že poměr hodnot jednotlivých podílů na podniku není s ohledem na rozdílné možnosti kontroly nad podnikem alikvotní.

Prvky kontroly z pohledu dopadu na peněžní toky jsou např.:

- možnost určení strategie podniku,
- kontrola personálního obsazení vedení podniku,
- rozhodování o investicích a jejich financování,
- určování dividendové politiky,
- aj.

Uvedené prvky kontroly jsou implicitně zahrnuty ve výsledcích použitých metod výnosového ocenění (finančním výhledu sestaveném z pohledu pokračování strategie určené stávajícím managementem/majoritním akcionářem), které tak je v předchozím kroku definováno na úrovni majoritní.

V případě odhadu hodnoty minoritního podílu je proto prováděným navazujícím krokem propočtu aplikace tzv. diskontu za minoritu (v tuzemské praxi se jedná o obvyklý postup, v rámci něhož je z výchozího výsledku ocenění – hodnoty podniku jako celku odvozována hodnota na úrovni akcionářů).

Přepočet hodnoty společnosti na úrovni akcionářů vychází mimo jiné z předpokladu existence jiného relevantního trhu pro podnik jako celek a pro jednotlivé podíly (jiný typ investorů pro podnik a minoritní podíly, kde roli hraje např. stupeň ochrany menšinových akcionářů, stávající vlastnická struktura a možná soutěž mezi stávajícími akcionáři o nákup podílu aj. – RÝDLOVÁ v MAŘÍK 2011 diskutuje např. modelovou situaci s existencí více silných akcionářů, v níž je možné očekávat nejvyšší hodnotu minoritních podílů z prodeje některému z těchto silných akcionářů – minoritní podíl pak v takto definovaném relevantním trhu obsahuje svým způsobem i část kontrolní prémie).

PRODĚLAL 2005 prezentuje na základě zahraničních studií obvyklou úroveň diskontu za minoritu ve výši 26 – 31 %, resp. kontrolní prémii ve výši 35 – 45 %, nicméně s poukazem, že jednotlivé studie nezohledňují vlivy synergií či jiné přínosy získání kontroly nad podnikem. Nejsou brány v potaz regionální odlišnosti apod. Rovněž v těchto studiích není posuzován faktor velikosti oceňovaného minoritního podílu (určující např. míru informační asymetrie, dosažitelných synergií atd.).

Obsáhlejší výčet empirických studií kontrolní prémie (diskontu za minoritu) poskytuje základní literatura (MAŘÍK 2011). Dle této existují v zásadě čtyři základní typy studií, lišící se mimo jiné vhodností přenositelnosti svých výsledků na tuzemské podmínky:

- studie porovnávající čistou současnou hodnotu aktiv podniku a tržní cenu akcií na veřejném trhu (substanční hodnotu na úrovni kontrolní a „burzovní“ cenu, coby minoritní) – výsledky studií jsou specifické pro některé obory zvláště v USA a tedy nepřenositelné na české podmínky, tuzemská literatura se jim z tohoto důvodu dále nevěnuje,
- studie srovnávající ceny různých tříd akcií stejného podniku s rozdílnými přínáležejícími hlasovacími právy – výsledky studií jsou vzhledem ke svému rozptylu hodnoceny jako prakticky neaplikovatelné na případy ocenění v České republice,
- studie porovnávající nabídkové akviziční ceny akcií v majoritním balíku s cenou akcií na veřejném trhu před oznámením transakce (neovlivněnou cenou) – zástupcem je studie Mergerstat založená na databázi budované od roku 1998,
- studie srovnávající ceny akcií v majoritním balíku s cenou akcií na veřejném trhu po oznámení nebo uskutečnění transakce – např. studie Dyck, Zingales.

Z uvedeného hodnocení prvních dvou skupin je patrné, že relevantnější tuzemským podmínkám mohou být skupiny zbývající, přičemž v tuzemské praxi je zřejmě nejznámější studie Mergerstat.

Studie Mergerstatu zohledňuje pouze transakce s majoritními podíly (>50,1 %), dle MAŘÍK 2011 je postižena značným rozptylem výsledků, problematické je určování ceny na kapitálovém trhu (předstih před provedenou transakcí s majoritním podílem), kdy samotné načasování má vzhledem k volatilitě trhu významný vliv na vypočtenou kontrolní prémii (diskont za minoritu). Studie také zahrnuje do kontrolní prémie synergické efekty, tedy prvky subjektivního charakteru vztažené pouze na konkrétní transakci.

Výsledky studie Mergerstat jsou vzhledem k datové základně vhodné spíše pro kategorii investiční hodnoty podniku, nikoli hledané tržní, nicméně mohou naznačit rámec pro určení vhodného intervalu diskontu za minoritu.

- MAŘÍK 2011 prezentuje kontrolní prémii vyplývající z transakcí za roky 1998 – 2006 ve výši 33,1 % (průměr), resp. 25 % (medián). Tato výše kontrolní prémie implikuje diskont za minoritu ve výši cca 25 % (průměr), resp. 20 % (medián),
- KOPEČEK 2011 proti tomu uvádí medián kontrolní prémie za období 1998 – 2007 ve výši cca 40 – 42 % (ve variantách prémie spočtené pro všechny transakce v databázi, pro

transakce pouze v USA, resp. pro transakce, kdy jedna ze stran je z USA, druhá z jiné země), tzn. diskonty za minoritu kolem 29 – 30 %.

Důvodem rozdílu mezi prezentovanými výsledky je možnost vyřazení transakcí s negativní kontrolní prémie z databáze, po němž je prezentovaná statistika výrazně výše (varianta v KOPEČEK 2011) než při zachování všech transakcí pro účel propočtu. Výše uvedené pásmo tak lze vzhledem k tomuto vlivu, resp. vlivu neidentifikovaných a neodstraněných synergií (viz výše) považovat za určité maximum kontrolní prémie (resp. po přepočtu hranici diskontu za minoritu).

Zároveň ve studii přetrvává omezení v podobě nezohlednění velikosti oceňovaného minoritního podílu.

Problematiku zachycení velikosti oceňovaného podílu, navíc v kontextu další akcionářské struktury (existence či neexistence majoritního vlastníka) řeší mimo uvedené skupiny empirických výzkumů studie prof. Bellingera prezentovaná např. v PRODĚLAL 2005.

Dle této studie lze u minoritních podílů (0 % – 49,9 % z celkového počtu akcií) předpokládat základní diskont za minoritu mezi 15 – 30 %, který se navyšuje v případě existence majoritního akcionáře (na 35 – 50 %). Střed pásma 15 – 30 % popř. 15 – 50 % v zásadě odpovídá ostatním takto podrobně nediferencovaným studiím (viz prezentovaných 26 – 31 %).

Naznačené diskonty za minoritu pro malé podíly zvláště za předpokladu existence velkoakcionáře (majoritního vlastníka) v uvedeném algoritmu nicméně dosahují, popř. dokonce přesahují diskonty implikované empirickými daty Mergerstatu za předpokladu vyloučení transakcí s negativní kontrolní prémie. Již tyto hodnoty lze přitom označit za určitý limit velikosti kontrolní prémie/diskontu za minoritu.

Odstupňované srážky z hodnoty akcie v závislosti na velikosti podílu z celkového počtu akcií

Třída	Podíl na celkovém počtu akcií	Srážka ze základní hodnoty jedné akcie (aliquotního podílu) v situaci, kdy	
		neexistuje velkoakcionář	existuje velkoakcionář
1.	0,0 - 9,9 %	30%	50%
2.	10,0 - 24,9 %	25%	35%
3.	25,0 - 49,9 %	15%	n.a.
4.	50,0 - 74,9 %	10%	n.a.
5.	75,0 - 94,9 %	5%	n.a.
6.	95 % - 100 %	0%	n.a.

Zdroj: studie Bellinger v PRODĚLAL 2005

Uvedená diferenciací diskontu za minoritu dle studie prof. Bellignera tak dle zpracovatele v zásadě na úrovni určité průměrné hodnoty potvrzuje empirická data a snaží se k těmto alespoň modelově kvantifikovat vliv akcionářské struktury, nicméně nenaplnuje podmínku definovanou výše, tedy nutnou identifikaci relevantního trhu pro minoritní podíly, kterou jen naznačuje.

V tomto relevantním trhu, jak uvažuje RÝDLOVÁ (viz výše), hraje roli akcionářská struktura, např. existence majoritního akcionáře, popř. i dalšího silného akcionáře. Ti společně mohou představovat hlavní potenciální kupující minoritních podílů (definují relevantní trh či alespoň jeho podstatnou část) a zároveň těmto přisuzovat určitý podíl kontrolní prémie, která tak působí protisměrně proti naznačeným diskontům za minoritu.

2.2.2. Minoritní podíl v oceňované společnosti

Základními parametry pro určení diskontu za minoritu v případě oceňované společnosti PAVUS, a.s. jsou dle názoru zpracovatele k datu ocenění platné znění stanov a akcionářská a organizační struktura, přičemž:

- oceňovaný podíl 5,60 % je vyšší než podíl kvalifikovaného akcionáře dle zákona o obchodních korporacích (5 % v případě společnosti se základním kapitálem pod 100 milionů CZK – kvalifikovaný podíl dává akcionáři určitá práva, např. povinnost představenstva svolat na žádost takového akcionáře valnou hromadu, právo domáhat se újmy proti členu představenstva/dozorčí rady, podat žalobu na vlivnou osobu apod.),
- společnost má majoritního akcionáře (podíl 76,19 % na konci roku 2017),
- majoritní akcionář je osobou podnikající ve stejném oboru, mezi oběma společnostmi existují obchodní vazby (dle příloh účetních závěrek mají transakce se spřízněnou osobou, v nichž spřízněná osoba vystupuje jako odběratel objem cca 1,45 milionů CZK, tam kde spřízněná osoba vystupuje jako dodavatel objem cca 1,15 milionů CZK, v obou případech jde o průměr za posledních deset let před datem ocenění).

Stanovy společnosti pak:

- určují kvótu usnášeníschopnosti valné hromady na více než 40 % základního kapitálu,
- stanoví, že s každou akcií je na valné hromadě spojen 1 hlas,
- valná hromada rozhoduje většinou hlasů přítomných akcionářů, pokud zákon nebo stanovy nevyžadují většinu jinou.

Dle názoru zpracovatele v této situaci:

- není hodnota jednotlivých podílů v oceňované společnosti alikvotní, když existují zjevné rozdíly v prvcích kontroly (podíl většinového akcionáře je dostatečný pro usnášeníschopnost valné hromady a převyšuje kvótu pro rozhodování na valné hromadě),
- má společnost velkoakcionáře ve smyslu studie Bellinger, což by při automatické aplikaci znamenalo vzhledem k velikosti oceňovaného podílu srážku 50 %, nicméně
- tento akcionář je zároveň hlavním potenciálním kupujícím minoritních podílů v oceňované společnosti – ve stanovách není citováno omezení převoditelnosti, které by pozici většinového akcionáře uměle posilovalo a ten je tedy motivován navyšovat svůj podíl přímo, čímž
- je ve smyslu diskuze v MAŘÍK 2011 podstatná část diskontu za minoritu eliminována, což
- podporuje i velikost oceňovaného podílu nad úroveň kvalifikovaného akcionáře.

Jednotlivé přístupy odhadu srážky (diskontu) proti základní (aliquotní) hodnotě minoritního podílu v zásadě pracují s pásmem 15 – 30 %, popř. užším v tomto rozmezí (cca 25 – 30 % dle PRODĚLAL 2005 popř. 20 – 25 % v Mergerstat dle MAŘÍK 2011). Dle názoru zpracovatele je v případě oceňovaného podílu na základním kapitálu společnosti PAVUS, a.s. s ohledem na popsanou konkrétní situaci aplikovatelná srážka nejnižší, tedy 15 %.

V rámci ocenění 1 989 kusů kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK společnosti PAVUS, a.s. je hodnota tohoto podílu vypočtená jako alikvotní podíl na základním kapitálu snížena o 15 %.

2.3. Ocenění jedné kmenové akcie

S ohledem na účel ocenění a strukturu základního kapitálu oceňované společnosti PAVUS, a.s. je odhad hodnoty jedné kmenové akcie společnosti, znějící na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK, propočten pro každou aplikovanou metodu ocenění podniku jednoduše jako alikvotní podíl na hodnotě definovaného menšinového podílu na základním kapitálu společnosti (1 989 ks), na nějž byl aplikován diskont za minoritu popsáný v předchozí kapitole.

2.4. Rekapitulace výsledků, volba metody ocenění

Předmětem ocenění je:

- podnik společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, vyjádřený 100 % akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK v celkovém počtu 35 549 kusů,
- podíl na základním kapitálu společnosti představovaný 1 989 kusy kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK a
- jedna kmenová akcie na jméno v zaknihované podobě ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK, která je součástí minoritního podílu na základním kapitálu uvedeného v předchozím bodě.

Ocenění bylo provedeno k rozhodnému datu 31. 7. 2018.

Účelem ocenění je provedení nezávislého odhadu hodnoty podniku (obchodního závodu) společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174 a části podniku (obchodního závodu) vyjádřené 1 989 kusy akcií na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK pro potřeby nedobrovolné veřejné dražby.

Ocenění bylo znalcem provedeno čtyřmi metodami zastupujícími všechny tři základní přístupy k ocenění – na základě analýzy výnosů, tržním srovnáním a majetkovým přístupem. Hodnota podniku a z ní propočteného alikvótního podílu na základním kapitálu společnosti PAVUS, a.s. představovaného jednou kmenovou akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 CZK byla těmito metodami k rozhodnému datu odhadnuta dle uvedené tabulky.

Odhad hodnoty předmětu ocenění k rozhodnému datu 31. 7. 2018

Metoda ocenění	Podnik netto	Podíl 1989 ks	Jedna akcie
Diskontované peněžní toky	59 717 tisíc CZK	2 840 tisíc CZK	1 428 CZK
Kapitalizované čisté výnosy	52 343 tisíc CZK	2 489 tisíc CZK	1 252 CZK
P/BV 5 let	59 955 tisíc CZK	2 851 tisíc CZK	1 434 CZK
P/BV 2017	63 459 tisíc CZK	3 018 tisíc CZK	1 517 CZK
Účetní hodnota	58 751 tisíc CZK	2 794 tisíc CZK	1 405 CZK

Zdroj: vlastní propočet

Jak je naznačeno v rámci volby metod ocenění, závěry strategické analýzy a finanční analýzy podpořené analýzou sestaveného finančního výhledu (potvrzení předpokladu going concern v prostředí lokálního monopolu s cenovou regulací) vedly k primárnímu ocenění podniku společnosti PAVUS, a.s. metodami výnosovými, především metodou diskontovaných peněžních toků založenou na sestaveném finančním výhledu vycházejícího z projekce generátorů hodnoty.

Doplňující výnosovou metodou je ocenění na bázi kapitalizace čistých výnosů. Toto ocenění nicméně vychází z omezujícího předpokladu neměnného fungování, který dle názoru zpracovatele naráží na skutečnost, že minulé výsledky hospodaření jsou ovlivněny více, než se v rámci ocenění podařilo rozkrýt, účtováním oprav dlouhodobého majetku do nákladů běžného období. Nemožnost plně rozklíčovat uvedené položky snižuje propočtený trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy, a byť by jeho správně vymezená výše byla snížena odpisy z aktivovaného dlouhodobého majetku, zřejmě podhodnocuje výsledek metody.

Metody tržního srovnání a majetkové mají ve výsledném ocenění pouze doplňkový význam. Ocenění metodou srovnatelných podniků vykazuje značnou variabilitu (vysoké variační koeficienty jednotlivých ukazatelů). Společnost PAVUS, a.s. působí navíc v silně regulovaném odvětví, lze tak předpokládat, že veřejně obchodované společnosti mají přeci jen do jisté míry odlišné zaměření a nejsou plně porovnatelné. To potvrzuje dynamika růstu ziskovosti burzovně obchodovaných společností ve srovnání s lokální konkurencí oceňované společnosti, popsanou např. v kapitolách finanční a strategické analýzy.

Metoda účetní je čistě statická metoda, jejíž přínos aktuálnímu ocenění je s ohledem na zachycení historických cen majetku obecně omezený.

Z popsanych metod ocenění je dle názoru zpracovatele jednoznačně nejvhodnější ocenění metodou diskontovaných peněžních toků, když je toto založeno na zpracovaném výhledu hospodaření opírajícím se o provedenou analýzu trhu i samotné společnosti a budoucích možnostech jejího fungování ve dvou v úvahu připadajících modelech.

Ocenění jednotlivými metodami se ve výsledku příliš neliší, což je při srovnání metody diskontovaných peněžních toků a majetkové dáno především tím, že v rámci regulace odvětví je společnost nucena významně investovat do svého majetku a udržovat jeho technickou úroveň, stejně jako zaměstnávat v dostatečném počtu vysoce kvalifikovaný personál. Díky tomu je do jisté míry podvázána ziskovost i tvorba peněžních toků společnosti. Přes uvedené je potvrzen předpoklad going concern s tím, že společnost by dlouhodobě měla vykazovat rentabilitu mírně nad úrovní nákladů kapitálu.

2.4. Závěrečný výrok

Tržní hodnota podniku společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174 vyjádřeného 100 % kmenových akcií na jméno v zaknihované podobě ke dni 31. 7. 2018 byla zpracovatelem odhadnuta metodou DCF entity na částku

59,72 milionů CZK

(padesát devět celých sedmdesát dvě setiny milionu korun českých).

Tržní hodnota menšinového podílu na základním kapitálu vyjádřeného 1 989 kusy kmenových akcií společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, znějících na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK ke dni 31. 7. 2018 byla zpracovatelem pro účel nedobrovolné dražby odhadnuta po aplikaci 15% diskontu za minoritu na částku

2 840 tisíc CZK

(dva miliony osm set čtyřicet tisíc korun českých)

Tržní hodnota jedné kmenové akcie společnosti PAVUS, a.s., se sídlem Praha 9 – Prosek, Prosecká 412/74, PSČ 190 00, IČ 601 93 174, znějící na jméno v zaknihované podobě o jmenovité hodnotě 1 000 CZK ke dni 31. 7. 2018, jež je součástí výše definovaného menšinového podílu na základním kapitálu byla odhadnuta na částku

1 428 CZK

(tisíc čtyři sta dvacet osm korun českých)

Znalecká doložka

Znalecký posudek jsem podal jako znalec jmenovaný rozhodnutím Krajského soudu v Ostravě ze dne 14. 12. 2015 č.j. Spr 3116/2015 pro obor Ekonomika, odvětví Ceny a odhady, specializace Podniky.

Znalecký úkon je zapsán pod pořadovým číslem 006-02/2018 znaleckého deníku.



Karel Potměšil

Karel Potměšil

Seznam zkratek

a.s.	Akciová společnost
APV	Adjusted Present Value – Upravená současná hodnota
ARAD	Systém časových řad České národní banky
ARES	Administrativní registr ekonomických subjektů
b. c.	Běžné ceny
BICS	Bloomberg Industry Classification System – Oborový klasifikační systém
BV	Book Value – Vlastní kapitál
BVPS	Book Value Of Equity Per Share – Vlastní kapitál na akcii
CAGR	Compound Annual Growth Rate – Složená roční míra růstu
CAPM	Capital Asset Pricing Model – Model oceňování kapitálových aktiv
CAS	Czech Accounting Standards – České účetní standardy
CF	Cash-flow – Peněžní tok
CPI	Consumer Price Index – Index spotřebitelských cen
CZK	Czech koruna – Česká koruna
č.	Číslo
č.j.	Číslo jednací
č.p.	Číslo popisné
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSN EN	Česká technická norma – Evropská norma
ČSÚ	Český statistický úřad
ČÚS	České účetní standardy
DCF	Discounted Cash Flow – Diskontovaný peněžní tok
DIČ	Daňové číslo organizace
DPH	Daň z přidané hodnoty
DPPO	Daň z příjmů právnických osob
dtto	Detto – Totéž / to samé
DY	Dividend yield – Dividendový výnos
E	Earnings – Zisk
EA12	Euroarea 12 – Eurozóna v období 1. 1. 2001 – 31. 12. 2006 vymezena jako 11 původních členů (Rakousko, Belgie, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Lucembursko, Holandsko, Portugalsko, Španělsko) a Řecko
EA19	Euroarea 19 – Eurozóna od 1. 1. 2015 (Rakousko, Belgie, Finsko, Francie, Německo, Irsko, Itálie, Lucembursko, Holandsko, Portugalsko, Španělsko, Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta, Slovensko, Estonsko, Lotyšsko, Litva)
EAT	Earnings After Tax – Zisk po zdanění
EBIT	Earnings Before Interest And Tax – Zisk před úroky a zdaněním
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization – Zisk před úroky, daněmi a odpisy
EBT	Earnings Before Tax – Zisk před zdaněním
ECB	European Central Bank – Evropská centrální banka
EPS	Earnings Per Share – Zisk na akcii
EU	European Union – Evropská unie
EUR	Euro
EV	Enterprise Value – Hodnota podniku brutto
EVA	Economic Value Added – Ekonomická přidaná hodnota
FCFE	Free Cash Flow To Equity – Volný peněžní tok vlastníkům společnosti
FCFF	Free Cash Flow For The Firm – Volný peněžní tok do společnosti
GICS	Global Industry Classification System – Oborový klasifikační systém
HDP	Hrubý domácí produkt
IAS	International Accounting Standards – Mezinárodní účetní standardy
IČ	Identifikační číslo

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. – Německé oborové sdružení auditorů, vydavatel oceňovacích standardů
IFRS	Financial Reporting Standards – Mezinárodní standardy účetního výkaznictví
IRS	Interest Rate Swap – Úrokový swap
ISBN	International Standard Book Number
ISO / IEC	International Organization for Standardization / International Electrotechnical Commission – Mezinárodní organizace pro normalizaci / Mezinárodní elektrotechnická komise
ISSN	International Standard Serial Number
IVSC	International Valuation Standards Council
Kč	Koruna česká
KČV	Kapitalizované čisté výnosy
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
ks	Kus
MF / MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
mil.	Milion
mld.	Miliarda
MMF	Mezinárodní měnový fond
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
n.a.	Not Available / Not Applicable - Nelze aplikovat
NACE	Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne – Klasifikace ekonomických činností v Evropské unii
NI	Net Income – Čistý zisk
No.	Numero Sign – Číslo
NZ	Notářský zápis
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development - Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
P	Price – Cena akcie
p. b.	Procentní bod
PH	Pokračující hodnota
PNIK	Provozně nutný investovaný kapitál
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate – Průměrná sazba na českém mezibankovním trhu
PSČ	Poštovní směrovací číslo
ROA	Return On Assets – Rentabilita aktiv
ROCE	Return On Capital Employed – Rentabilita investovaného kapitálu
ROE	Return On Equity – Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Return On Sales – Rentabilita tržeb
S	Sales – Tržby
s. c.	Stálé ceny
s.p.	Státní podnik
s.r.o. / spol. s r.o.	Společnost s ručením omezeným
Sb.	Sbírka zákonů
SBBI	Stocks, Bonds, Bills, and Inflation – Akcie, dluhopisy, poukázky, inflace
SPP	Státní pokladniční poukázky
UPK	Upravený pracovní kapitál
USA	Spojené státy americké
USD	United States Dollar – Americký dolar
VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Weighted Average Cost of Capital – Vážený průměr nákladů kapitálu
WC	Working Capital – Pracovní kapitál

Přílohy

Příloha 1: Výkaz zisku a ztráty	109
Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza	110
Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza	111
Příloha 4: Rozvaha	112
Příloha 5: Rozvaha, horizontální analýza	118
Příloha 6: Rozvaha, vertikální analýza	124
Příloha 7: Poměrové ukazatele	130
Příloha 8: Absolutní ukazatele	132
Příloha 9: Metody komplexního hodnocení podniku	133
Příloha 10: Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv	134
Příloha 11: Krátkodobá likvidita – srovnání	135
Příloha 12: Dlouhod. finanční rovnováha – srovnání	136
Příloha 13: Rentabilita – srovnání	138
Příloha 14: Aktivita – srovnání	141
Příloha 15: Produktivita práce – srovnání	143
Příloha 16: Provozní náklady – srovnání	144
Příloha 17: Účastníci 45. Kolokvia MF ČR	145
Příloha 18: Státní dluhopisy dle doby splatnosti	146
Příloha 19: Výnosy českých státních dluhopisů	147
Příloha 20: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	148
Příloha 21: Metoda diskontovaných peněžních toků	151
Příloha 22: Metoda srovnatelných podniků	154
Příloha 23: Náklady kapitálu ve výnosovém ocenění	157
Příloha 24: Sporné body nákladů vlastního kapitálu	159
Příloha 25: Provozní zisková marže zdola	163
Příloha 26: Upravený pracovní kapitál	167
Příloha 27: Výkaz zisku a ztráty – plán	171
Příloha 28: Plán VZZ, horizontální analýza	172
Příloha 29: Plán VZZ, vertikální analýza	173
Příloha 30: Rozvaha – plán	174
Příloha 31: Plánovaná rozvaha, horizontální analýza	180
Příloha 32: Plánovaná rozvaha, vertikální analýza	186
Příloha 33: Plánované poměrové ukazatele	192
Příloha 34: Plánované absolutní ukazatele	194
Příloha 35: Plánované komplexní hodnocení podniku	195
Příloha 36: Korig. provozní výsledek hospodaření	196
Příloha 37: Volné peněžní toky	197
Příloha 38: Náklady kapitálu	198
Příloha 39: Podklady pro pokračující hodnotu	199
Příloha 40: Model diskontovaných peněžních toků	200
Příloha 41: Peer group – ocenění tržním srovnáním	201

Příloha 1: Výkaz zisku a ztráty

PAVUS, a.s. – výkaz zisku a ztráty (v tisících CZK)

[illegible]

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

Příloha 2: Výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

PAVUS, a.s. – výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	17,1%	4,4%	-15,0%	9,7%	21,2%	n.a.	-42,7%	-84,0%	9,2%	15,2%	-0,4%	48,5%	-12,5%	-8,9%
II.	Tržby za prodej zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-42,7%	-84,0%	-35,3%	-72,7%	500,0%	-44,4%	-20,0%	0,0%
A.	Výkonová spotřeba	11,5%	-1,4%	-13,4%	24,2%	29,5%	-14,1%	-9,5%	-12,0%	13,9%	6,0%	12,3%	67,0%	-23,1%	12,4%
1	Náklady vynaložené na prodané zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,5%	-98,6%	-33,3%	-100,0%	n.a.	-50,0%	0,0%	-50,0%
2	Spotřeba materiálu a energie	23,6%	3,2%	-13,4%	15,5%	24,8%	6,7%	-8,5%	-10,5%	-2,8%	-2,8%	38,4%	104,4%	-48,8%	-29,5%
3	Služby	7,1%	-3,3%	-13,4%	28,1%	31,4%	-23,9%	-10,1%	-10,1%	2,6%	-4,0%	12,4%	33,4%	12,3%	38,7%
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	35,7%	-144,8%	-191,1%	-242,6%	-356,1%	74,9%	-160,5%	-137,7%	333,1%	-279,6%	-80,6%	-267,3%	-168,4%	-168,4%
C.	Aktivace	-94,1%	37,2%	393,2%	1,4%	-44,1%	285,5%	-83,3%	111,3%	-57,1%	332,3%	-35,7%	130,7%	-89,0%	8,8%
D.	Ostatní náklady	11,4%	1,1%	-6,0%	7,0%	15,9%	5,2%	-1,0%	-4,1%	1,5%	11,9%	12,0%	14,4%	-0,6%	3,3%
1	Nákladové náklady	10,6%	-2,0%	-4,3%	8,1%	16,0%	7,3%	-4,8%	-2,9%	1,7%	13,8%	11,3%	14,6%	1,3%	2,5%
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	13,9%	9,9%	-10,2%	3,9%	15,7%	-0,6%	10,8%	-7,4%	1,1%	7,6%	15,0%	29,5%	-5,5%	5,3%
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	14,4%	5,9%	-12,4%	6,3%	17,4%	-1,6%	11,7%	-8,2%	1,4%	7,6%	15,0%	29,5%	-7,3%	5,4%
2.2	Ostatní náklady	9,7%	50,0%	5,3%	-10,5%	3,8%	7,1%	0,3%	-0,7%	-1,2%	0,3%	5,7%	26,5%	12,0%	4,3%
E.	Úprava hodnot v provozní oblasti	8,3%	1,9%	-2,8%	-11,7%	5,3%	-0,7%	-4,6%	-5,0%	-3,7%	1,8%	-27,4%	-1,5%	24,3%	-1,8%
1	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	-6,1%	7,0%	-4,3%	-8,5%	3,2%	-3,2%	-1,7%	-10,1%	-3,1%	-9,7%	-1,9%	-2,9%	14,1%	-3,5%
1.1	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	-6,1%	7,0%	-4,3%	-8,5%	3,2%	-3,2%	-1,7%	-10,1%	-3,1%	-9,7%	-1,0%	-3,9%	14,3%	-3,5%
1.2	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasně	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-200,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	122,5,0%	-262,3%	-164,5%	-113,8%	-100,0%
2	Úprava hodnot zásob	n.a.	-95,2%	572,7%	-189,2%	-131,8%	533,3%	-114,3%	-68,4%	-233,3%	175,3%	-141,7%	120,5%	-91,4%	-3,2%
3	Úprava hodnot pohledávek	-100,0%	n.a.	40,0%	-85,7%	-300,0%	450,0%	-300,0%	859,1%	-19,4%	175,3%	120,5%	-91,4%	-154,1%	-154,1%
III.	Ostatní provozní výnosy	-17,2%	10,2%	51,4%	41,7%	41,0%	-72,2%	14,8%	118,0%	31,7%	14,2%	-61,1%	93,6%	-56,8%	29,1%
1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	-93,8%	212,5%	968,0%	-50,9%	-99,2%	-100,0%	n.a.	5100,0%	257,7%	-73,7%	69,4%	-100,0%	n.a.	-99,0%
2	Tržby z prodaného materiálu	310,0%	-31,7%	50,0%	-11,9%	0,0%	-16,2%	41,9%	511,4%	-68,0%	-79,1%	-3,3%	81,4%	-49,5%	322,2%
3	Jiné provozní výnosy	21,1%	10,6%	-48,5%	270,3%	86,5%	-74,7%	10,2%	19,8%	87,1%	53,6%	-26,1%	182,4%	-95,7%	443,5%
F.	Ostatní provozní náklady	-189,7%	-288,3%	-129,8%	225,4%	-181,9%	14,9%	-77,9%	145,5%	2,1%	206,5%	86,2%	89,8%	-72,6%	-350,9%
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	-100,0%	n.a.	2400,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	102,5%	495,2%	-101,0%	n.a.	-100,0%
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Daně a poplatky	-5,8%	15,4%	-5,3%	1,4%	-11,1%	0,0%	56,3%	9,0%	-7,3%	32,7%	-0,7%	20,3%	-9,4%	-8,3%
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	n.a.	-157,6%	-261,4%	115,3%	-108,0%	148,1%	-194,4%	-40,6%	-471,4%	1131,8%	90,9%	122,6%	-80,8%	-569,9%
5	Jiné provozní náklady	939,1%	71,1%	-8,8%	67,8%	-10,4%	-14,1%	-18,5%	21,9%	-18,5%	-6,7%	78,9%	21,6%	-39,2%	-9,7%
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	620,1%	-47,7%	-24,8%	31,7%	29,7%	15,6%	-7,1%	-4,0%	-4,1%	19,3%	12,3%	98,2%	-49,5%	-12,3%
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosy z podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	147,8%	11,1%	1,1%	49,0%	50,7%	-71,7%	-75,4%	166,7%	68,8%	-12,0%	-15,3%	-51,0%	-69,4%	-53,3%
1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	147,8%	11,1%	1,1%	49,0%	50,7%	-71,7%	-75,4%	166,7%	68,8%	-12,0%	-15,3%	-51,0%	-69,4%	-53,3%
I.	Úprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VII.	Ostatní finanční výnosy	-38,5%	750,0%	-86,8%	-44,4%	-800,0%	-222,9%	88,4%	-65,4%	225,0%	6,6%	99,0%	-161,1%	-85,2%	729,2%
K.	Ostatní finanční náklady	4,3%	-80,1%	-12,3%	23,9%	130,7%	94,1%	-22,6%	-8,5%	2,9%	107,3%	16,5%	-66,4%	-55,8%	131,1%
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-25,9%	-181,2%	-30,1%	56,2%	-4,9%	-218,7%	-15,3%	-11,9%	-64,3%	523,0%	5,3%	-94,5%	190,9%	-50,0%
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	10800,0%	-33,4%	25,5%	34,7%	24,8%	-9,7%	-6,0%	-3,0%	2,9%	-1,0%	14,1%	143,2%	-50,8%	-11,1%
L.	Daně z příjmů	-467,5%	-52,4%	-44,5%	10,9%	75,4%	-4,4%	-11,6%	5,9%	8,3%	-7,9%	-0,9%	128,6%	1,7%	-194,6%
1	Daně z příjmů splatná	n.a.	-69,5%	-17,5%	96,3%	25,5%	4,4%	-30,1%	5,1%	-80,8%	141,6%	-29,0%	525,5%	-100,0%	n.a.
2	Daně z příjmů odložená (+/-)	-104,9%	1200,0%	-90,5%	-1268,8%	-50,3%	51,6%	-92,9%	-30,0%	-9757,1%	-40,7%	24,3%	-74,0%	1248,7%	-174,6%
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	314,8%	-177,0%	-16,5%	42,3%	12,3%	-11,8%	-3,0%	-6,5%	0,6%	2,2%	20,5%	148,3%	-67,5%	-192,6%
M.	Převod podílů na výsledek hospodaření společníkům (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
***	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	314,8%	-177,0%	-16,5%	42,3%	12,3%	-11,8%	-3,0%	-6,5%	0,6%	2,2%	20,5%	148,3%	-67,5%	-192,6%
*	Čistý obnůt za účetní období	17,0%	4,7%	-14,5%	10,4%	21,8%	-5,3%	2,0%	-11,9%	10,0%	15,0%	-1,5%	48,3%	-13,2%	-8,4%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bsnode, vlastní propočty

Příloha 3: Výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

PAVUS, a.s. – výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

		PAVUS, a.s.														VI-18	
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	99,5%	99,7%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
II.	Tržby za prodej zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.	Výkonová spotřeba	32,9%	31,4%	29,6%	30,2%	34,2%	36,5%	32,4%	28,6%	28,9%	30,1%	27,7%	31,2%	35,1%	30,9%	38,1%	20,3%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Spotřeba materiálu a energie	8,8%	9,3%	9,2%	9,4%	9,8%	10,1%	10,0%	10,2%	12,6%	10,6%	14,8%	20,3%	14,8%	11,9%	9,2%	8,5%
3	Služby	24,1%	22,1%	20,5%	20,8%	24,4%	26,4%	20,8%	18,1%	18,6%	17,5%	17,1%	16,4%	14,8%	19,0%	28,9%	11,8%
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	-1,8%	-2,1%	0,9%	-1,0%	1,3%	-2,7%	-4,8%	2,8%	-3,7%	1,3%	4,7%	-8,5%	-1,1%	2,4%	-1,8%	0,0%
C.	Aktivace	-2,8%	-0,1%	-0,2%	-1,1%	-1,0%	-0,9%	-1,8%	-0,3%	-0,7%	-0,3%	-1,0%	-0,7%	-0,1%	-0,2%	0,0%	0,0%
D.	Ostatní náklady	53,7%	51,1%	49,9%	54,8%	53,4%	51,1%	55,5%	53,5%	58,9%	54,8%	53,2%	59,8%	47,7%	54,2%	61,4%	51,9%
D.	Nedobré náklady	39,9%	37,7%	35,4%	39,8%	38,3%	37,6%	41,7%	38,6%	45,1%	40,1%	39,6%	44,2%	34,1%	39,5%	44,5%	35,3%
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	13,8%	13,4%	14,1%	14,9%	14,2%	13,5%	13,9%	14,9%	15,8%	14,7%	13,6%	13,6%	13,6%	14,7%	16,9%	16,4%
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	12,5%	12,2%	12,4%	12,8%	12,4%	12,0%	12,2%	13,3%	14,0%	13,0%	12,2%	14,0%	12,2%	13,0%	15,0%	14,5%
2.2	Ostatní náklady	1,3%	1,2%	1,7%	2,2%	1,8%	1,5%	1,7%	1,6%	1,9%	1,7%	1,5%	1,7%	1,4%	1,7%	1,9%	2,0%
E.	Uprava hodnot v provozní oblasti	15,8%	14,6%	14,2%	16,3%	13,1%	11,4%	11,7%	10,8%	11,8%	10,4%	9,2%	6,7%	4,5%	6,3%	6,8%	6,7%
E.	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	17,2%	13,8%	14,2%	16,0%	13,3%	11,3%	11,3%	10,8%	11,2%	9,9%	7,8%	7,6%	5,0%	6,5%	6,9%	6,7%
1.1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	17,2%	13,8%	14,2%	16,0%	13,3%	11,3%	11,3%	10,8%	11,2%	9,9%	7,8%	7,6%	5,0%	6,5%	6,9%	6,7%
1.2	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Uprava hodnot zásob	0,0%	0,7%	0,0%	0,3%	-0,2%	0,1%	0,4%	-0,1%	0,4%	0,0%	0,3%	-0,4%	0,2%	-0,1%	-0,1%	0,0%
3	Uprava hodnot pohledů	-1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,7%	0,5%	-0,5%	-0,7%	-0,1%	0,0%	0,0%
III.	Ostatní provozní výnosy	1,2%	0,8%	0,9%	1,6%	2,0%	2,3%	0,7%	0,8%	1,9%	2,3%	2,2%	0,8%	1,1%	0,5%	0,8%	0,8%
III.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,3%	0,0%	0,1%	1,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,1%	0,2%	0,0%	0,4%	0,0%	0,5%
2	Tržby z prodaného materiálu	0,0%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,9%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,5%	0,2%
3	líne provozní výnosy	0,6%	0,7%	0,7%	0,4%	1,5%	2,2%	0,6%	0,6%	1,5%	2,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,0%	0,3%	0,1%
F.	Ostatní provozní náklady	2,1%	-1,6%	3,0%	-1,0%	-3,1%	2,1%	2,5%	0,5%	1,5%	1,4%	3,7%	6,9%	8,8%	2,8%	-7,6%	-1,3%
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	1,8%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
1	Zůstatková cena prodaného materiálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Daně a poplatky	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,0%	-2,6%	1,4%	-2,7%	-5,4%	0,4%	0,9%	-0,8%	-0,4%	0,2%	2,6%	5,1%	7,6%	1,7%	-8,6%	-2,5%
5	líne provozní náklady	0,1%	0,8%	1,3%	1,4%	2,1%	1,5%	1,4%	1,1%	1,5%	0,8%	0,7%	1,2%	1,0%	0,7%	0,7%	-1,0%
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	1,2%	7,7%	3,8%	3,4%	4,1%	4,4%	5,2%	4,7%	5,2%	4,6%	4,7%	5,3%	7,1%	4,1%	4,0%	23,1%
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosy z podílů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	1,0%	1,2%	0,3%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%	1,0%	1,2%	0,3%	0,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
I.	Uprava hodnot a rezerv ve finanční oblasti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
J.	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VII.	Ostatní finanční výnosy	0,0%	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,3%	0,2%	0,5%	0,3%	0,0%	0,4%	0,4%
K.	Ostatní finanční náklady	1,5%	1,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,6%	1,1%	0,8%	0,9%	0,8%	1,5%	1,8%	0,4%	0,2%	0,5%	0,4%
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-1,2%	-0,7%	0,6%	0,3%	0,7%	0,5%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-1,0%	-1,0%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,1%
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	0,1%	6,9%	4,4%	3,9%	4,8%	4,9%	4,6%	4,2%	4,7%	4,4%	3,8%	4,3%	7,1%	4,0%	3,9%	23,1%
L.	Daně z příjmů	-1,0%	3,1%	1,4%	0,9%	0,9%	1,4%	1,3%	1,2%	1,4%	1,4%	1,1%	1,1%	1,7%	2,0%	2,1%	0,0%
L.	Daně z příjmů splatná	0,0%	3,1%	0,9%	0,9%	1,6%	1,6%	1,7%	1,2%	1,4%	1,4%	0,3%	0,3%	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Daně z příjmů odložené (+/-)	-1,0%	0,0%	0,5%	0,1%	-0,6%	-0,3%	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,8%	0,7%	0,1%	-2,1%	0,0%
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	1,1%	3,8%	3,0%	2,9%	3,8%	3,5%	3,2%	3,0%	3,2%	3,0%	2,7%	3,2%	5,4%	2,0%	6,0%	23,1%
M.	Převod podílů na výsledku hospodaření společníků (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
***	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	1,1%	3,8%	3,0%	2,9%	3,8%	3,5%	3,2%	3,0%	3,2%	3,0%	2,7%	3,2%	5,4%	2,0%	6,0%	23,1%
*	Čistý obrát za účetní období	101,3%	101,4%	101,7%	102,3%	103,0%	103,4%	101,1%	101,1%	102,2%	102,9%	102,8%	101,6%	101,4%	100,6%	101,2%	101,2%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

Příloha 4: Rozvaha

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva (v tisících CZK)

		PAVUS, a.s.																	VII-18	
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017				
AKTIVA CELKEM		47 679	52 164	49 755	50 733	51 250	54 788	55 375	52 744	56 380	54 555	57 940	63 275	86 989	75 571	71 496	76 680			
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
B.	Dlouhodobý majetek	37 769	35 472	31 668	32 732	31 306	30 210	29 081	26 875	28 021	29 822	27 880	27 472	36 591	33 977	31 859	30 427			
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	130	395	221	51	36	63	71	31	191	309	326	367	335	282	243	220			
B. I. 1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
2	Ocenitelná práva	130	395	221	51	36	63	54	31	40	47	326	367	309	256	217	194			
2.I	Software	130	395	0	51	36	63	54	31	40	47	326	367	309	256	217	194			
2.II	Ostatní ocenitelná práva	0	0	221	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
3	Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	17	0	151	262	0	0	0	26	26	26			
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	17	0	151	262	0	0	0	26	26	26			
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	37 639	35 077	31 447	32 681	31 270	30 147	29 010	26 844	27 830	29 513	27 554	27 105	36 256	33 695	31 616	30 207			
B. II. 1.	Pozemky a stavby	20 809	19 692	19 925	18 701	18 200	17 522	16 331	15 162	14 051	13 704	13 370	12 808	12 745	12 059	11 374	10 975			
1	Pozemky	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499			
1.I	Stavby	20 310	19 193	19 426	18 202	17 701	17 023	15 832	14 663	13 552	13 205	12 871	12 309	12 246	11 560	10 875	10 476			
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	15 366	13 972	11 492	9 644	12 633	12 097	9 880	10 939	9 931	15 030	13 957	12 930	12 773	21 453	20 163	19 153			
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4.I	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 464	1 413	30	4 336	437	528	2 799	743	3 848	779	227	1 367	10 738	183	79	79			
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	3 213	0	75	0	0	2 842	0	0	0	0	0	0	0			
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 464	1 413	30	1 123	437	453	2 799	743	1 006	779	227	1 367	10 738	183	79	79			
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
B. III. 1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
3	Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0			

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva (v tisících CZK)

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
C.		PAVUS, a.s.															
C. I.	Oběžná aktiva	9 492	16 466	17 906	17 511	18 356	24 254	26 133	25 772	28 433	24 609	29 988	35 691	50 055	41 399	39 490	46 168
C. I.	Zásoby	1 397	2 227	1 916	2 283	2 228	2 946	4 557	3 283	4 898	4 597	2 107	5 881	6 287	5 389	6 461	6 304
C. I.	1. Materiál	645	826	806	908	1 231	981	699	628	676	1 221	602	779	1 022	1 103	1 341	1 184
2	Nedokončená výroba a polotovary	752	1 401	1 110	1 375	997	1 965	3 654	2 632	3 803	3 360	1 490	4 848	5 500	4 280	5 115	5 115
3	Výrobky a zboží	0	0	0	0	0	0	204	23	19	16	15	11	8	6	5	5
3.1	Výrobky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.1.1	Zboží	0	0	0	0	0	0	204	23	19	16	15	11	8	6	5	5
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	1 069	877	1 634	2 288	2 240	2 330	3 226	2 979	2 165	4 737	6 040	6 431	3 798	5 828	3 471	4 269
C. II.	1. Dlouhodobé pohledávky	51	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0	0	0	0	0	0
1.1	Pohledávky z obchodních vztahů	7	2	2	2	2	2	2	2	2	1	0	0	0	0	0	0
1.1.1	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.2	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.3	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.4	Odlážená daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.5	Pohledávky - ostatní	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.6	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.7	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.8	Dohadné účty aktivní	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.1.9	Úlé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	1 018	875	1 632	2 286	2 238	2 328	3 224	2 977	2 163	4 736	6 040	6 431	3 798	5 828	3 471	4 269
2.1	Pohledávky z obchodních vztahů	322	406	1 145	1 066	1 071	1 174	1 644	1 655	933	3 660	5 596	5 588	2 414	4 546	2 198	2 116
2.1.1	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.1.2	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.1.3	Pohledávky - ostatní	696	469	487	1 250	1 167	1 154	1 580	1 322	1 230	1 076	444	843	1 384	1 282	1 363	2 153
2.1.4	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.1.5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.1.6	Stat - daňové pohledávky	249	0	185	541	260	353	328	174	246	765	94	104	694	624	658	582
2.1.7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	427	353	244	627	641	704	995	738	730	102	225	318	335	295	349	1 286
2.1.8	Dohadné účty aktivní	0	100	0	0	200	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.1.9	Úlé pohledávky	20	16	58	82	66	97	257	390	254	209	125	421	355	363	356	285
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	1. Podíl - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	7 026	13 362	14 356	12 940	14 888	18 978	18 350	19 510	21 480	15 275	21 841	23 379	39 970	30 182	29 586	35 595
C. IV.	1. Peněžní prostředky v pokladně	75	131	232	159	209	251	186	178	142	159	167	300	119	146	147	121
2	Peněžní prostředky na účtech	6 951	13 231	14 124	12 781	14 679	18 727	18 164	19 332	21 338	15 116	21 674	23 079	39 851	30 036	29 411	35 475
D.	Časové rozlišení	418	226	181	490	588	324	161	97	216	124	72	112	343	195	147	84
1	Nakladý přístřích období	416	226	181	490	588	324	161	93	216	124	72	112	337	171	135	84
2	Komplexní nakladý přístřích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy přístřích období	2	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0	0	6	24	12	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

PAVUS, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál (v tisících CZK)

		PAVUS, a.s.															
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
PASIVA CELKEM		47 679	52 164	49 755	50 733	51 250	54 788	55 375	52 744	56 380	54 555	57 938	63 275	86 992	75 571	71 496	76 680
A.	Vlastní kapitál	38 953	39 984	40 757	40 908	41 469	42 113	42 453	42 766	42 943	43 209	43 534	44 075	46 460	46 676	48 580	54 751
A. I.	Základní kapitál	35 544	35 544	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549
A. I. 1	Základní kapitál	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549	35 549
A. I. 2	Vlastní podíl (-)	-5	-5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. I. 3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. II.	Ažito a kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. II. 1	Ažito	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. II. 2	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.I	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.IV	Rozdíly z přeměn obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. III.	Fondy ze zisku	2 999	3 079	3 339	3 161	3 039	3 003	2 905	3 259	3 507	3 551	3 854	4 176	4 272	4 434	4 452	4 199
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	2 612	2 626	2 685	2 733	2 773	2 831	2 895	2 952	3 007	3 058	3 110	3 162	3 226	3 384	3 435	3 435
A. III. 2	Statutární a ostatní fondy	327	453	654	428	266	172	10	307	500	493	744	1 016	1 046	1 050	1 017	764
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	187	187	903	1 391	1 733	2 272	2 862	2 862	2 862	3 078	3 078	3 078	3 486	5 669	5 788	8 488
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	187	187	903	1 391	1 733	2 272	2 862	2 862	2 862	3 078	3 078	3 078	3 486	5 669	5 788	8 488
A. IV. 2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A. IV. 3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-93
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	283	1 174	965	807	1 148	1 289	1 137	1 096	1 025	1 031	1 053	1 270	3 153	1 024	2 791	6 515
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

PAVUS, a.s. – rozvaha, cizí zdroje (v tisících CZK)

		PAVUS, a.s.														VII-18	
B. + C.	Graf zdroje	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
B.	Rezervy	7 329	10 580	8 143	8 695	8 427	10 047	10 047	7 514	11 857	9 928	11 623	15 172	38 472	25 882	20 201	21 743
	1 Rezerva na důchody a podobné závazky	2 973	2 164	2 630	1 878	259	388	708	406	287	372	1 419	3 418	7 867	8 723	4 700	4 000
	2 Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3 Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 608	735	1 470	1 309	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	4 Ostatní rezervy	365	1 429	1 160	569	259	388	708	406	287	372	819	1 218	2 976	1 723	700	0
C.	Závazky	4 356	8 416	5 513	6 817	8 168	9 659	9 339	7 108	11 570	9 556	10 204	11 754	30 605	17 159	15 501	17 743
C. I.	Dlouhodobé závazky	856	870	1 039	1 055	868	775	634	624	616	1 012	1 247	1 539	1 615	2 640	1 669	1 669
	1 Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.II Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2 Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3 Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	4 Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	5 Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	6 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	7 Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	8 Odložený daňový závazek	856	870	1 039	1 055	868	775	634	624	616	1 012	1 247	1 539	1 615	2 640	1 669	1 669
	9 Závazky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	9.I Závazky ke společnostem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	9.II Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	9.III Jiné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Krátkodobé závazky	3 500	7 546	4 474	5 762	7 300	8 884	8 705	6 484	10 954	8 544	8 957	10 215	28 990	14 519	13 832	16 074
C. II.	1 Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.II Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2 Závazky k úvěrovým institucím	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3 Krátkodobé přijaté zálohy	2 614	5 386	2 854	3 748	4 833	5 847	6 181	4 326	8 156	5 259	5 735	6 559	10 410	9 886	9 144	12 382
	4 Závazky z obchodních vztahů	90	74	225	590	699	627	854	225	514	690	840	1 277	13 778	515	1 005	98
	5 Krátkodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	6 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	7 Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	8 Závazky ostatní	796	2 086	1 395	1 424	1 768	2 410	1 670	1 933	2 284	2 595	2 382	2 379	5 302	4 118	3 683	3 593
	8.I Závazky ke společnostem	63	61	0	69	84	111	106	182	251	238	298	210	230	198	285	140
	8.II Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	8.III Závazky k zaměstnancům	254	597	644	648	691	950	852	936	1 078	1 042	954	996	2 341	1 828	1 769	1 641
	8.IV Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	239	366	398	370	384	531	479	519	648	640	596	611	1 377	1 134	1 090	1 014
	8.V Sdíl. - daňové závazky a dotace	240	584	172	123	342	509	224	306	307	645	515	526	1 283	895	438	748
	8.VI Dohadné účty pasivní	0	442	181	214	267	309	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	8.VII Jiné závazky	0	36	0	0	0	0	0	0	0	30	29	36	71	63	101	51
D.	Časové rozlišení	1 397	1 600	855	1 130	1 354	2 628	2 875	2 464	1 580	1 418	2 761	4 028	2 060	3 013	2 715	185
1	Vydané příštích období	1 397	1 600	855	949	1 354	2 628	2 875	2 064	1 580	1 418	2 761	4 028	2 060	3 013	2 715	185
	2 Výnosy příštích období	0	0	0	181	0	0	0	400	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto (v tisících CZK)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
PAVUS, a.s.																
A. AKTIVA CELKEM BRUTTO																
Pohledávky za upsaný základní kapitál	94 688	103 307	104 425	109 672	112 080	119 297	123 321	124 395	130 748	131 157	137 691	144 512	169 736	159 181	157 243	164 320
Dlouhodobý majetek	84 758	86 386	86 093	91 345	91 875	94 439	96 625	98 121	101 779	105 636	106 269	107 714	118 662	117 040	117 069	117 531
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek	1 261	1 687	1 715	1 715	1 742	1 799	1 700	1 683	1 856	1 915	1 963	1 233	1 223	1 069	1 026	1 026
B. I. 1. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Ocenitelná práva	1 261	1 687	1 715	1 715	1 742	1 799	1 683	1 683	1 705	1 653	1 963	1 233	1 197	1 043	1 000	1 000
2.I Software	1 261	1 687	1 715	1 715	1 742	1 799	1 683	1 683	1 705	1 653	1 963	1 233	1 197	1 043	1 000	1 000
2.II Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	17	0	151	262	0	0	26	26	26	26
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5.II Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	17	0	151	262	0	0	26	26	26	26
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek	83 497	84 699	84 378	89 630	90 133	92 640	94 925	96 438	99 923	103 721	104 306	106 481	117 439	115 941	116 043	116 505
B. II. 1. Pozemky a stavby	34 536	34 571	36 002	35 931	36 653	37 170	37 175	37 175	37 175	37 373	37 703	37 773	38 351	38 351	38 351	38 351
1.I Pozemky	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499
1.II Stavby	34 037	34 072	35 503	35 432	36 154	36 671	36 676	36 676	36 676	36 874	37 204	37 274	37 852	37 852	37 852	37 852
2. Hmotné movité věci a jejich soubory	47 497	48 715	48 346	49 363	53 043	54 942	54 951	58 520	58 900	65 568	66 376	67 341	68 350	77 407	77 613	78 075
3. Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.I Pěstební práce a trvalé porosty	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.II Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4.III Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 464	1 413	30	4 336	437	528	2 799	743	3 848	780	227	1 367	10 738	183	79	79
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	3 213	0	75	0	0	2 842	0	0	0	0	0	0	0
5.II Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 464	1 413	30	1 123	437	453	2 799	743	1 006	780	227	1 367	10 738	183	79	79
B. III. Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B. III. 1. Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2. Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3. Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6. Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7. Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.I Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7.II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto (v tisících CZK)

C.		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO	46 989	51 143	54 670	58 939	60 830	64 509	67 946	71 651	74 368	76 602	79 751	81 237	82 747	83 610	85 747	87 640
C. I.	Zásoby																
1	Material	46 989	50 914	54 425	58 613	60 569	64 229	67 544	71 246	73 758	75 814	78 389	80 242	82 071	83 033	85 210	87 103
2	Nedokončená výroba a polotovary	1 131	1 292	1 494	1 664	1 706	1 736	1 629	1 652	1 665	1 606	1 637	866	888	787	783	805
3	Výrobky a zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.I	Výrobky	1 131	1 292	1 494	1 664	1 706	1 736	1 629	1 652	1 665	1 606	1 637	866	888	787	783	805
3.II	Zboží	1 131	1 292	1 715	1 664	1 706	1 736	1 629	1 652	1 665	1 606	1 637	866	888	787	783	805
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	-221	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	1.I	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.II	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.III	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.IV	Pohledávky - podstatný vliv	45 838	49 622	52 931	56 949	58 863	62 493	65 915	69 594	72 093	74 208	76 752	79 376	81 183	82 246	84 427	86 298
1.V	Odlážená daňová pohledávka	13 727	14 879	16 077	17 230	18 453	19 648	20 844	22 013	23 124	23 669	24 333	24 965	25 606	26 292	26 977	27 376
	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společníky	13 727	14 879	16 077	17 230	18 453	19 648	20 844	22 013	23 124	23 669	24 333	24 965	25 606	26 292	26 977	27 376
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	32 131	34 743	36 854	39 719	40 410	42 845	45 071	47 581	48 969	50 538	52 419	54 411	55 577	55 954	57 450	58 922
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Úné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
2.IV	Pohledávky ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společníky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stat - daňové pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Úné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky v pokladně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Peněžní prostředky na účtech	0	229	245	326	261	280	402	405	610	788	1 362	995	676	577	537	537
	Časové rozlišení	0	229	240	314	248	269	402	383	377	385	491	319	430	368	308	308
1	Nakladý přístích období	0	229	240	314	248	269	402	383	377	384	491	319	430	368	308	308
2	Komplexní nakladý přístích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy přístích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode

Příloha 5: Rozvaha, horizontální analýza

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva – horizontální analýza

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		PAVUS, a.s.													
		AKTIVA CELKEM													
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	9,4%	-4,4%	2,0%	1,0%	6,9%	1,1%	-4,8%	6,9%	-3,2%	6,2%	9,2%	37,5%	-13,1%	-5,4%
B.	Dlouhodobý majetek	-6,1%	-10,7%	3,4%	-4,4%	-3,5%	-3,7%	-7,6%	4,3%	6,4%	-6,5%	-1,5%	33,2%	-7,1%	-6,2%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	203,8%	-44,1%	-76,9%	-29,4%	75,0%	12,7%	-56,3%	516,1%	61,8%	5,5%	12,6%	-8,7%	-15,8%	-13,8%
B. I. 1	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ocenitelná práva	203,8%	-44,1%	-76,9%	-29,4%	75,0%	-14,3%	-42,6%	29,0%	17,5%	593,6%	12,6%	-15,8%	-17,2%	-15,2%
2. I	Software	203,8%	-100,0%	n.a.	-29,4%	75,0%	-14,3%	-42,6%	29,0%	17,5%	593,6%	12,6%	-15,8%	-17,2%	-15,2%
2. II	Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	73,5%	-100,0%	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%
5. I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	73,5%	-100,0%	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-6,8%	-10,3%	3,9%	-4,3%	-3,6%	-3,8%	-7,5%	3,7%	6,0%	-6,6%	-1,6%	33,8%	-7,1%	-6,2%
B. II. 1	Pozemky a stavby	-5,4%	1,2%	-6,1%	-2,7%	-3,7%	-6,8%	-7,2%	-7,3%	-2,5%	-2,4%	-4,2%	-0,5%	-5,4%	-5,7%
1. I	Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1. II	Stavby	-5,3%	1,2%	-6,3%	-2,8%	-3,8%	-7,0%	-7,4%	-7,6%	-2,6%	-2,5%	-4,4%	-0,5%	-5,6%	-5,9%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	-9,1%	-17,7%	-16,1%	31,0%	-4,2%	-18,3%	10,7%	-9,2%	51,3%	-7,1%	-7,4%	-1,2%	68,0%	-6,0%
3	Orešovací rozdíly k nabytému majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. I	Pěstební práce a trvalé porosty	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-3,5%	-97,9%	14353,3%	-89,9%	20,8%	430,1%	-73,5%	417,9%	-79,8%	-70,9%	502,2%	685,5%	-98,3%	-56,8%
5. I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-3,5%	-97,9%	3648,3%	-61,1%	3,7%	517,9%	-73,5%	35,4%	-22,6%	-70,9%	502,2%	685,5%	-98,3%	-56,8%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III. 1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Podíly - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: Účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bismode, vlastní propočty

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.														
C.		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
C. I.	Oběžná aktiva	73,5%	8,7%	-2,2%	10,5%	25,3%	7,7%	-1,4%	9,2%	-12,6%	21,9%	19,0%	40,2%	-17,3%	-4,6%	
	Zásoby	59,4%	-14,0%	19,2%	-2,4%	32,2%	54,7%	-28,0%	37,0%	2,2%	-54,2%	179,1%	6,9%	-14,3%	19,9%	
	1	Material	28,1%	-2,4%	12,7%	35,6%	-20,3%	-10,2%	7,6%	80,6%	-50,7%	69,8%	-23,8%	41,6%	21,6%	
	2	Nedokončená výroba a polotovary	86,3%	-20,8%	23,9%	-27,5%	97,1%	86,0%	-28,0%	44,5%	-55,7%	225,4%	13,4%	-22,2%	19,5%	
	3	Výrobky a zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,7%	-17,4%	-15,8%	-6,3%	-26,7%	-27,3%	-25,0%	-16,7%
	3.I	Výrobky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3.II	Zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,7%	-17,4%	-15,8%	-6,3%	-26,7%	-27,3%	-25,0%	-16,7%
	4	Mladí a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5	Poskytnuté zálohy na zásoby	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	C. II.	Pohledávky	-18,0%	86,3%	40,0%	-2,1%	4,0%	38,5%	-7,7%	-27,3%	118,8%	27,5%	6,5%	-40,9%	53,4%	-40,4%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-96,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	-71,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.IV	Odloužená daňová pohledávka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.V	Pohledávky - ostatní	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Dohadné účty aktivní	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Jiné pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Krátkodobé pohledávky	-14,0%	86,5%	40,1%	-2,1%	4,0%	38,5%	-7,7%	-27,3%	119,0%	27,5%	6,5%	-40,9%	53,4%	-40,4%	
	2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	26,1%	182,0%	-9,5%	3,4%	9,6%	40,0%	0,7%	-43,6%	292,3%	52,9%	-0,1%	-56,8%	88,3%	-51,6%
	2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.IV	Pohledávky ostatní	-32,6%	3,8%	156,7%	-6,6%	-1,1%	36,9%	-16,3%	-7,0%	-12,5%	-58,7%	89,9%	64,2%	-7,4%	6,3%
		Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Stát - daňové pohledávky	-100,0%	n.a.	192,4%	-51,9%	35,8%	-7,1%	-47,0%	41,4%	211,0%	-87,7%	10,6%	567,3%	-10,1%	5,4%
		Krátkodobé poskytnuté zálohy	-17,3%	-30,9%	157,0%	2,2%	9,8%	41,3%	-23,8%	-3,7%	-86,0%	120,6%	41,3%	5,3%	-11,9%	18,3%
		Dohadné účty aktivní	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Jiné pohledávky	-20,0%	262,5%	41,4%	-19,5%	47,0%	164,9%	51,8%	-34,9%	-17,7%	-40,2%	236,8%	-15,7%	2,3%	-1,9%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. III.	1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. IV.	Peněžní prostředky	90,2%	7,4%	-9,9%	15,1%	27,5%	-3,3%	6,3%	10,1%	-28,9%	43,0%	7,0%	71,0%	-24,5%	-2,1%	
	1	Peněžní prostředky v pokladně	74,7%	77,1%	-31,5%	31,4%	20,1%	-25,9%	-4,3%	-20,2%	12,0%	5,0%	79,6%	-60,3%	22,7%	0,7%
C. IV.	2	Peněžní prostředky na účtech	90,3%	6,7%	-9,5%	14,9%	27,6%	-3,0%	6,4%	10,4%	-23,2%	43,4%	6,5%	72,7%	-24,6%	-2,1%
		Časové rozlišení	-45,9%	-19,9%	170,7%	20,0%	-44,9%	-50,3%	-39,8%	122,7%	-42,6%	-41,9%	55,6%	206,3%	-43,1%	-24,6%
D.	Náklady příštích období	-45,7%	-19,9%	170,7%	20,0%	-44,9%	-50,3%	-42,2%	132,3%	-42,6%	-41,9%	55,6%	200,9%	-49,3%	-21,1%	
	2	Komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3	Příjmy příštích období	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	300,0%	-50,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bismode, vlastní propočty

PAVUS, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.														
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
A.	PASIVA CELKEM	9,4%	-4,6%	2,0%	1,0%	6,9%	1,1%	-4,8%	6,9%	-3,2%	6,2%	9,2%	37,5%	-13,1%	-5,4%	
	Vlastní kapitál	2,6%	1,9%	0,4%	1,4%	1,6%	0,8%	0,7%	0,4%	0,6%	0,8%	1,2%	5,4%	0,5%	4,1%	
	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	A. I.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
A. II.	Vlastní podíl (-)	0,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Změny základního kapitálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	A. II. a kapitálové fondy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. III.	A. II.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Kapitálové fondy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2. I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. IV.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2. II	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2. III	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Oceňovací rozdíly z přeměny obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. V.	2. IV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2. V	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Fondy ze zisku	4,8%	8,4%	-5,3%	-3,9%	-1,2%	-3,3%	12,2%	7,6%	1,3%	8,5%	8,4%	2,2%	3,8%	0,4%	
	A. III.	0,5%	2,2%	1,8%	1,5%	2,1%	2,3%	2,0%	1,9%	1,7%	1,7%	2,0%	4,9%	1,5%	0,4%	
A. VI.	2	38,5%	44,4%	-34,6%	-37,9%	-35,3%	-94,2%	2970,0%	62,9%	-1,4%	50,9%	36,6%	3,0%	0,4%	-3,1%	
	Statutární a ostatní fondy	0,0%	382,9%	54,0%	24,6%	31,1%	26,0%	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%	13,3%	62,6%	2,1%	
	Výsledek hospodářství minulých let (+/-)	0,0%	382,9%	54,0%	24,6%	31,1%	26,0%	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%	13,3%	62,6%	2,1%	
	1	0,0%	382,9%	54,0%	24,6%	31,1%	26,0%	0,0%	0,0%	7,5%	0,0%	0,0%	13,3%	62,6%	2,1%	
	2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. V.	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Nerozdělený zisk minulých let (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Jiný výsledek hospodářství minulých let (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A. VI.	Výsledek hospodářství běžného účetního období (+/-)	314,8%	-17,7%	-16,5%	42,3%	12,3%	-11,8%	-3,6%	-6,5%	0,6%	2,1%	20,6%	148,3%	-67,5%	172,6%	
	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

PAVUS, a.s. – rozvaha, cizí zdroje – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.													
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
B. + C.	Gri zdroje	44,4%	-23,0%	6,8%	-3,1%	19,2%	0,0%	-25,2%	57,8%	-16,3%	17,1%	30,5%	153,6%	-32,7%	-21,9%
B.	Rezerva na důchody a podobné závazky	-27,2%	21,5%	-28,6%	-86,2%	49,8%	82,5%	-42,7%	-29,3%	29,6%	281,5%	140,9%	130,2%	10,9%	-46,1%
1	Rezerva na daň z příjmů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Rezerva podle zvláštních právních předpisů	-71,8%	100,0%	-11,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	266,7%	122,3%	43,1%
3	Ostatní rezervy	291,5%	-18,8%	-50,9%	-54,5%	49,8%	82,5%	-42,7%	-29,3%	29,6%	120,2%	48,7%	144,3%	-42,1%	-59,4%
C.	Závazky	93,2%	-34,5%	23,7%	19,8%	18,3%	-3,3%	-23,9%	62,8%	-17,4%	6,8%	15,2%	160,4%	-43,9%	-9,7%
C. I.	Dlouhodobé závazky	1,6%	19,4%	1,5%	-17,7%	-10,7%	-18,2%	-1,6%	-1,3%	64,3%	23,2%	23,4%	4,9%	63,5%	-36,8%
C. I.	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1.I	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Závazky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Závazky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8	Odložený daňový závazek	1,6%	19,4%	1,5%	-17,7%	-10,7%	-18,2%	-1,6%	-1,3%	64,3%	23,2%	23,4%	4,9%	63,5%	-36,8%
9	Závazky - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9.I	Závazky ke společnostem	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9.II	Dohadné účty pasivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9.III	Jiné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. II.	Krátkodobé závazky	115,6%	-40,7%	28,8%	26,7%	21,7%	-2,0%	-25,5%	68,9%	-22,0%	4,8%	14,0%	183,8%	-49,9%	-4,7%
C. II.	Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1	Výměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1.I	Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Krátkodobé přijaté zálohy	106,0%	-47,0%	31,3%	28,9%	21,0%	5,7%	-30,0%	88,5%	-35,5%	9,1%	14,4%	58,7%	-5,0%	-7,5%
4	Závazky z obchodních vztahů	-17,8%	204,1%	162,2%	18,5%	-10,3%	36,2%	-73,7%	128,4%	34,2%	21,7%	52,0%	999,8%	-96,1%	95,1%
5	Krátkodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Závazky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8	Závazky ostatní	162,1%	-33,1%	2,1%	24,2%	36,3%	-30,7%	15,7%	18,2%	13,6%	-8,2%	-0,1%	122,9%	-22,3%	-10,6%
8.I	Závazky ke společnostem	-3,2%	-100,0%	n.a.	21,7%	32,1%	-4,5%	71,7%	37,9%	-5,2%	25,2%	-29,5%	9,5%	-13,9%	43,9%
8.II	Krátkodobé finanční výpomoci	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8.III	Závazky k zaměstnancům	135,0%	7,9%	0,6%	6,6%	37,5%	-10,3%	8,7%	16,4%	-3,3%	-8,4%	4,4%	135,0%	-21,9%	-3,2%
8.IV	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	53,1%	8,7%	-7,0%	3,8%	38,3%	-9,8%	8,4%	24,9%	-1,2%	-8,4%	4,3%	125,4%	-17,6%	-3,9%
8.V	Stát - daňové závazky a dotace	143,3%	-70,5%	-28,5%	178,0%	48,8%	-56,0%	36,6%	0,3%	110,1%	-20,2%	2,1%	143,9%	-30,2%	-51,3%
8.VI	Dohadné účty pasivní	n.a.	-59,0%	18,2%	24,8%	15,7%	-97,1%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8.VII	Jiné závazky	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D.	Časové rozlišení	14,5%	-46,6%	32,2%	19,8%	94,1%	9,4%	-14,3%	-35,9%	-10,3%	96,1%	44,8%	-48,9%	46,3%	-9,9%
1	Výdaje příštích období	14,5%	-46,6%	11,0%	42,7%	94,1%	9,4%	-28,2%	-23,4%	-10,3%	96,1%	44,8%	-48,9%	46,3%	-9,9%
2	Výnosy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propoččet

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.													
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
AKTIVA CELKEM BRUTTO															
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	9.1%	1.1%	5.0%	2.2%	6.4%	3.4%	0.9%	5.1%	0.3%	5.0%	5.0%	17.5%	-6.2%	-1.2%
B.	Dlouhodobý majetek	1.9%	-0.3%	6.1%	0.6%	2.8%	2.3%	1.5%	3.7%	3.8%	0.6%	1.4%	10.2%	-1.4%	0.1%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	33.8%	1.7%	0.0%	1.6%	3.3%	-5.5%	-1.0%	10.3%	3.2%	2.5%	-37.2%	-0.8%	-12.6%	-4.0%
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	Ocenitelná práva	33.8%	1.7%	0.0%	1.6%	3.3%	-6.4%	0.0%	1.3%	-3.0%	18.8%	-37.2%	-2.9%	-12.9%	-4.1%
B. I.	2/I Software	33.8%	1.7%	0.0%	1.6%	3.3%	-6.4%	0.0%	1.3%	-3.0%	18.8%	-37.2%	-2.9%	-12.9%	-4.1%
B. I.	2/II Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	3 Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	4 Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100.0%	n.a.	73.5%	-100.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%
B. I.	5/I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. I.	5/II Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100.0%	n.a.	73.5%	-100.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	1.4%	-0.4%	6.2%	0.6%	2.8%	2.5%	1.6%	3.6%	3.8%	0.6%	2.1%	10.3%	-1.3%	0.1%
B. II.	1 Pozemky a stavby	0.1%	4.1%	-0.2%	2.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	0.2%	1.5%	0.0%	0.0%
B. II.	1/I Pozemky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B. II.	1/II Stavby	0.1%	4.2%	-0.2%	2.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%	0.2%	1.6%	0.0%	0.0%
B. II.	2 Hmotné movité věc a jejich soubory	2.6%	-0.8%	2.1%	7.5%	3.6%	0.0%	6.5%	0.6%	11.3%	1.2%	1.5%	1.5%	13.3%	3.3%
B. II.	3 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	4 Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	4/I Petičníské celky tvoyích porostů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	4/II Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	4/III Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	5 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-3.5%	-97.9%	14353.3%	-89.9%	20.8%	430.1%	-73.5%	417.9%	-79.7%	-70.9%	502.2%	685.5%	-98.3%	-56.8%
B. II.	5/I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	-100.0%	n.a.	-100.0%	n.a.	n.a.	-100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. II.	5/II Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	-3.5%	-97.9%	3643.3%	-61.1%	3.7%	517.9%	-73.5%	35.4%	-22.5%	-70.9%	502.2%	685.5%	-98.3%	-56.8%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	1 Podíl - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	2 Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	3 Podíl - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	4 Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	5 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíl	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	6 Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	7 Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	7/I Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	7/II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: Účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bismode, vlastní propoččet

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.														
C.		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Oběžná aktiva BRUTTO		75,9%	8,7%	-1,7%	10,0%	25,1%	8,2%	-1,3%	9,8%	-11,7%	23,4%	17,0%	38,3%	-17,3%	-4,6%	
C. I.	Zásoby	75,8%	-12,2%	20,5%	-4,7%	29,8%	54,2%	-26,1%	33,0%	2,2%	-47,9%	138,6%	8,3%	-14,3%	17,6%	
C. I.	Materiál	63,6%	-0,9%	16,8%	21,0%	-15,5%	-11,9%	-8,2%	4,2%	52,4%	-31,9%	22,7%	-9,8%	21,7%	12,1%	
	Nedokončená výroba a polotovary	86,3%	-20,8%	23,9%	-27,5%	97,1%	86,0%	-28,0%	44,5%	-11,6%	-55,7%	225,4%	13,4%	-22,2%	19,5%	
	Výrobky a zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,7%	-17,4%	-15,8%	-6,3%	-26,7%	-27,3%	-25,0%	-16,7%	
3 I	Výrobky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3 II	Zboží	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,7%	-17,4%	-15,8%	-6,3%	-26,7%	-27,3%	-25,0%	-16,7%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II.		-18,0%	86,9%	40,3%	-2,0%	3,9%	37,8%	-7,0%	-20,1%	114,3%	34,5%	2,8%	-43,1%	49,3%	-38,7%	
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	-96,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1 I	Pohledávky z obchodních vztahů	-71,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	
	1 II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1 III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1 IV	Odloučené daňové pohledávka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	1 V	Pohledávky - ostatní	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Dohadné účty aktivní	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Jiné pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2	Krátkodobé pohledávky	-14,0%	87,1%	40,4%	-2,0%	3,9%	37,8%	-7,0%	-20,1%	114,5%	34,5%	2,8%	-43,1%	49,3%	-38,7%
	2 I	Pohledávky z obchodních vztahů	26,1%	183,3%	-8,9%	3,4%	9,3%	38,7%	2,0%	-30,5%	248,5%	59,2%	-3,1%	-57,5%	78,8%	-49,0%
C. II.	2 II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2 III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	2 IV	Pohledávky ostatní	-32,6%	3,8%	156,7%	-6,6%	-1,1%	36,9%	-16,3%	-7,0%	-12,5%	-58,7%	89,9%	64,2%	-7,4%	6,3%
	Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. II.	Stát - daňové pohledávky	-100,0%	n.a.	192,4%	-51,9%	35,8%	-7,1%	-47,0%	41,4%	211,0%	-87,7%	10,6%	567,3%	-10,1%	5,4%	
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-17,3%	-30,9%	157,0%	2,2%	9,8%	41,3%	-23,8%	-3,7%	-86,0%	120,6%	41,3%	5,3%	-11,9%	18,3%	
	Dohadné účty aktivní	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
	Jiné pohledávky	-20,0%	262,5%	41,4%	-19,5%	47,0%	164,9%	51,8%	-34,9%	-17,7%	-40,2%	236,8%	-15,7%	2,3%	-1,9%	
	Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. III.	1	Podly - ovládané nebo ovládané osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. III.	2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
C. IV.	Peněžní prostředky	90,2%	7,4%	-9,9%	15,1%	27,5%	-3,3%	6,3%	10,1%	-28,9%	43,0%	7,0%	71,0%	-24,5%	-2,1%	
C. IV.	1	Peněžní prostředky v pokladně	74,7%	77,1%	-31,5%	31,4%	20,1%	-25,9%	-4,3%	-20,2%	12,0%	5,0%	79,6%	-60,3%	22,7%	0,7%
C. IV.	2	Peněžní prostředky na účtech	90,3%	6,7%	-9,5%	14,9%	27,6%	-3,0%	6,4%	10,4%	-29,2%	43,4%	6,5%	72,7%	-24,6%	-2,1%
D.	Časové rozlišení	-45,9%	-19,9%	170,7%	20,0%	-44,9%	-50,3%	-39,8%	122,7%	-42,6%	-41,9%	55,6%	206,3%	-43,1%	-24,6%	
D.	1	Náklady příštích období	-45,7%	-19,9%	170,7%	20,0%	-44,9%	-50,3%	-42,2%	132,3%	-42,6%	-41,9%	55,6%	200,9%	-49,3%	-21,1%
D.	2	Komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
D.	3	Příjmy příštích období	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	300,0%	-50,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společnosti, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

Příloha 6: Rozvaha, vertikální analýza

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.														VII-18	
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		AKTIVA CELKEM															
A.	Pohledávky za upsání základní kapitál	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B.	Dlouhodobý majetek	79.2%	68.0%	63.6%	64.5%	61.1%	55.1%	52.5%	51.0%	49.7%	54.7%	48.1%	43.4%	42.1%	45.0%	44.6%	39.7%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0.3%	0.8%	0.9%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
B. I.	1. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B. I.	2. Ocenitelná práva	0.3%	0.8%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
B. I.	2.1. Software	0.3%	0.8%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
B. I.	2.2. Ostatní ocenitelná práva	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3	Goodwill	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5.1 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5.2 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	78.9%	67.2%	63.2%	64.4%	61.0%	55.0%	52.4%	50.9%	49.4%	54.1%	47.6%	42.8%	41.7%	44.6%	44.2%	39.4%
B. II.	1. Pozemky a stavby	43.6%	37.8%	40.0%	36.9%	35.5%	32.0%	29.5%	28.7%	24.9%	25.1%	23.1%	20.2%	14.7%	16.0%	15.9%	14.3%
B. II.	1.1. Pozemky	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
B. II.	1.1.1. Stavby	42.6%	36.8%	39.0%	35.9%	34.5%	31.1%	28.6%	27.8%	24.0%	24.2%	22.2%	19.5%	14.1%	15.3%	15.2%	13.7%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	32.2%	26.8%	23.1%	19.0%	24.6%	22.1%	17.8%	20.7%	17.0%	27.6%	24.1%	20.4%	14.7%	28.4%	28.2%	25.0%
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	4.1. Pěstitelské celky trvalých porostů	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	4.1.1. Dospělá zvířata a jejich skupiny	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	4.1.1.1. Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	3.1%	2.7%	0.1%	8.5%	0.9%	1.0%	5.1%	1.4%	6.8%	1.4%	0.4%	2.2%	12.3%	0.2%	0.1%	0.1%
	5.1 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5.2 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	3.1%	2.7%	0.1%	2.2%	0.9%	0.8%	5.1%	1.4%	1.8%	1.4%	0.4%	2.2%	12.3%	0.2%	0.1%	0.1%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
B. III.	1. Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2	Záplůtky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3	Podíly - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4	Záplůtky a úvěry - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	Ostatní dlouhodobý cenné papíry a podíly	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
6	Záplůtky a úvěry - ostatní	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	7.1 Jiný dlouhodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	7.2 Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva – vertikální analýza

PAVUS, a.s.																	VII-18	
C.	Oběžná aktiva															2017	2016	
C. I.	Zásoby															55,2%	60,2%	
C. I.1.	1	Material	1,4%	1,6%	1,6%	1,8%	2,4%	1,8%	1,3%	1,2%	1,2%	2,2%	1,0%	1,6%	0,9%	1,5%	1,5%	
	2	Nedokončená výroba a polotovary	1,6%	2,7%	2,2%	2,7%	1,9%	3,6%	6,6%	5,0%	6,7%	6,2%	2,6%	7,7%	6,3%	5,7%	6,7%	
	3	Výrobky a zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	3.I	Výrobky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	3.II	Zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny															0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na zásoby															0,0%	0,0%	
C. II.	Pohledávky															4,4%	7,7%	
C. II.1.	1	Dlouhodobé pohledávky	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1.III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1.IV	Ovládaná daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	1.V	Pohledávky - ostatní	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Pohledávky za společníky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Dohadné účty aktivní	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Krátkodobé pohledávky															3,8%	8,7%	
C. II.2.	2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0,7%	0,8%	2,3%	2,0%	2,1%	2,1%	3,0%	3,1%	1,7%	6,7%	9,7%	8,8%	2,8%	6,0%	3,1%	
	2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	2.IV	Pohledávky ostatní	1,5%	0,9%	1,0%	2,5%	2,3%	2,1%	2,9%	2,5%	2,2%	2,0%	0,8%	1,3%	1,6%	1,7%	1,9%	
		Pohledávky za společníky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. II.3.		Stat - daňové pohledávky	0,5%	0,0%	0,4%	1,1%	0,5%	0,6%	0,6%	0,3%	0,4%	1,4%	0,2%	0,2%	0,8%	0,8%	0,8%	
		Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,9%	0,7%	0,5%	1,2%	1,3%	1,3%	1,8%	1,4%	1,3%	0,2%	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	1,7%	
		Dohadné účty aktivní	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
		Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,1%	0,2%	0,5%	0,7%	0,5%	0,4%	0,2%	0,7%	0,4%	0,5%	0,4%	
C. III.	Krátkodobý finanční majetek															0,0%	0,0%	
C. III.1.	1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
C. IV.	Peněžní prostředky															36,9%	41,3%	
C. IV.1.	1	Peněžní prostředky v pokladně	0,2%	0,3%	0,5%	0,3%	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,5%	0,2%	0,2%	
	2	Peněžní prostředky na účtech	14,6%	25,4%	28,4%	25,2%	28,6%	34,2%	32,8%	36,7%	37,8%	27,7%	37,4%	36,5%	45,8%	39,7%	41,1%	
D.	Časové rozlišení															0,1%	0,3%	
D.1.	1	Náklady příštích období	0,9%	0,4%	0,4%	1,0%	1,1%	0,6%	0,3%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%	
	2	Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
	3	Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bismode, vlastní propočty

PAVUS, a.s. – rozvaha, vlastní kapitál – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.														VI-18	
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
		PASIVA CELKEM															
A.	Vlastní kapitál	81,7%	76,7%	81,9%	80,6%	80,9%	76,9%	76,7%	81,1%	76,2%	79,2%	75,1%	69,7%	53,4%	61,8%	67,9%	71,4%
A. I.	Základní kapitál	74,5%	68,1%	71,4%	70,1%	69,4%	64,9%	64,2%	67,4%	63,1%	65,2%	61,4%	56,2%	40,9%	47,0%	49,7%	46,4%
A. I. 1	Základní kapitál	74,5%	68,1%	71,4%	70,1%	69,4%	64,9%	64,2%	67,4%	63,1%	65,2%	61,4%	56,2%	40,9%	47,0%	49,7%	46,4%
1	Vlastní podíl (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II.	Ažio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II. 1	Ažio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.I	Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.IV	Rozdíly z přeměny obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. III.	Fondy ze zisku	6,2%	5,9%	6,7%	6,2%	5,9%	5,5%	5,2%	6,2%	6,2%	6,5%	6,7%	6,6%	4,9%	5,9%	6,2%	5,5%
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	5,5%	5,0%	5,4%	5,4%	5,4%	5,2%	5,2%	5,6%	5,3%	5,6%	5,4%	5,0%	3,7%	4,5%	4,8%	4,5%
2	Statutární a ostatní fondy	0,7%	0,9%	1,3%	0,8%	0,5%	0,3%	0,0%	0,6%	0,9%	0,9%	1,3%	1,6%	1,2%	1,4%	1,4%	1,0%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0,4%	0,4%	1,8%	2,7%	3,4%	4,1%	5,2%	5,4%	5,1%	5,6%	5,3%	4,9%	4,0%	7,5%	8,1%	11,1%
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	0,4%	0,4%	1,8%	2,7%	3,4%	4,1%	5,2%	5,4%	5,1%	5,6%	5,3%	4,9%	4,0%	7,5%	8,1%	11,2%
2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	0,6%	2,3%	1,9%	1,6%	2,2%	2,4%	2,1%	2,1%	1,8%	1,9%	1,8%	2,0%	3,6%	1,4%	3,9%	8,5%
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočty

PAVUS, a.s. – rozvaha, cizí zdroje – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.														VII-18	
B. + C.		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
B.	Graždroje	15.0%	20.3%	16.4%	17.1%	16.4%	18.3%	18.1%	14.2%	21.0%	18.2%	20.1%	24.0%	44.2%	34.2%	28.3%	28.4%
	Rezervy	6.2%	4.1%	5.3%	3.7%	0.5%	0.7%	1.3%	0.8%	0.5%	0.7%	2.4%	5.4%	9.0%	11.5%	6.6%	5.2%
	Rezerva na důchody a podobné závazky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	2 Rezerva na daň z příjmů	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C.	3 Rezervy podle zvláštních právních předpisů	5.3%	1.4%	3.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	3.5%	5.6%	9.3%	5.6%	5.2%
	4 Ostatní rezervy	0.8%	2.7%	2.3%	1.1%	0.5%	0.7%	1.3%	0.8%	0.5%	0.7%	1.4%	1.9%	3.4%	2.3%	1.0%	0.0%
	Závazky	9.1%	16.1%	11.1%	13.4%	15.9%	17.6%	16.9%	13.5%	20.5%	17.5%	17.6%	18.6%	35.2%	22.7%	21.7%	23.1%
	C. I.	1.8%	1.7%	2.1%	2.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.9%	2.2%	2.4%	1.9%	3.5%	2.3%	2.2%
C. II.	Dlouhodobé závazky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	C. I.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	1 Vyměnitelné dluhopisy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	I. I.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	2 Závazky k úvěrovým institucím	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	3 Dlouhodobé přijaté zálohy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	4 Závazky z obchodních vztahů	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	5 Dlouhodobé směnky k úhradě	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	6 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	7 Závazky - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	8 Odložený daňový závazek	1.8%	1.7%	2.1%	2.1%	1.7%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.9%	2.2%	2.4%	1.9%	3.5%	2.3%	2.2%
C. II.	9 Závazky - ostatní	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	I. I.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	9. I Závazky ke společníkům	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	9. II Dohadné účty posílení	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	9. III Jiné závazky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Krátkodobé závazky	7.3%	14.5%	9.0%	11.4%	14.2%	16.2%	15.7%	12.3%	19.4%	15.7%	15.5%	16.1%	33.3%	19.2%	19.3%	21.0%
	C. II.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	1 Vyměnitelné dluhopisy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	I. I.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	2 Závazky k úvěrovým institucím	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	3 Krátkodobé přijaté zálohy	5.5%	10.3%	5.7%	7.4%	9.4%	10.7%	11.2%	8.2%	14.5%	9.9%	9.9%	10.4%	12.0%	13.1%	12.8%	16.1%
	4 Závazky z obchodních vztahů	0.2%	0.1%	0.5%	1.2%	1.4%	1.1%	1.5%	0.4%	0.6%	1.3%	1.4%	2.0%	15.3%	0.7%	1.4%	0.1%
	5 Krátkodobé směnky k úhradě	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	6 Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	7 Závazky - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
D.	8 Závazky ostatní	1.7%	4.0%	2.8%	2.8%	3.4%	4.4%	3.0%	3.7%	4.1%	4.8%	4.1%	3.8%	6.1%	5.4%	5.2%	4.7%
	I. I.	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%
	8. I Závazky ke společníkům	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	8. II Krátkodobé finanční výpomoci	0.5%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.7%	1.5%	1.8%	1.9%	1.9%	1.6%	1.6%	2.7%	2.4%	2.5%	2.1%
	8. III Závazky k zaměstnancům	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%	1.0%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%
	8. IV Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	0.5%	1.1%	0.3%	0.2%	0.7%	0.7%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	1.5%	1.2%	0.6%	1.0%
	8. V Stat. - daňové závazky a dotace	0.0%	0.8%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	8. VI Dohadné účty posílení	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
	8. VII Jiné závazky	2.9%	3.1%	1.7%	2.2%	2.6%	4.8%	5.2%	4.7%	2.8%	2.6%	4.8%	6.4%	2.4%	4.0%	3.8%	0.2%
	Časové razítko	2.9%	3.1%	1.7%	2.2%	2.6%	4.8%	5.2%	4.7%	2.8%	2.6%	4.8%	6.4%	2.4%	4.0%	3.8%	0.2%
	1 Vydané příštích období	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	2 Výnosy příštích období	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

PAVUS, a.s. – rozvaha, stálá aktiva brutto – vertikální analýza

		PAVUS a.s.														VII-18	
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
A. AKTIVA CELKEM BRUTTO		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A. Pohledávky za upsaný základní kapitál		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. Dlouhodobý majetek		89,5%	83,6%	82,4%	83,3%	82,0%	79,2%	78,4%	77,8%	77,8%	80,5%	77,2%	74,5%	69,9%	73,5%	74,5%	71,5%
B. I. Dlouhodobý nehmotný majetek		1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
B. I. 1. Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2. Ocenitelná práva		1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
2.I Software		1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,4%	0,9%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
2.II Ostatní ocenitelná práva		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3. Goodwill		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. II. Dlouhodobý hmotný majetek		88,2%	82,0%	80,8%	81,7%	80,4%	77,7%	77,0%	77,5%	76,4%	79,1%	75,8%	73,7%	69,2%	72,8%	73,8%	70,9%
B. II. 1. Pozemky a stavby		35,5%	35,5%	34,5%	32,8%	32,7%	31,2%	30,1%	29,9%	28,4%	28,9%	27,4%	26,1%	22,6%	24,1%	24,4%	23,3%
1.I Pozemky		0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
1.II Stavby		36,0%	35,0%	34,0%	32,3%	32,3%	30,7%	29,7%	29,5%	28,1%	28,1%	27,0%	25,8%	22,3%	23,8%	24,1%	23,0%
2. Hmotné movité věci a jejich soubory		50,2%	47,2%	46,3%	45,0%	47,3%	46,1%	44,6%	47,0%	45,0%	50,0%	48,2%	46,6%	40,3%	48,6%	49,4%	47,5%
3. Oceňovací rozdíly k nabytému majetku		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. Ostatní dlouhodobý hmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.I Pěstební práce a jejich soubory		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.II Dospělá zvířata a jejich skupiny		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4.III Jiný dlouhodobý hmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		1,5%	1,4%	0,0%	4,0%	0,4%	0,4%	2,3%	0,6%	2,9%	0,6%	0,2%	0,9%	6,3%	0,1%	0,1%	0,0%
5.I Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.II Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek		1,5%	1,4%	0,0%	1,0%	0,4%	0,4%	2,3%	0,6%	0,8%	0,6%	0,2%	0,9%	6,3%	0,1%	0,1%	0,0%
B. III. Dlouhodobý finanční majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III. 1. Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2. Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3. Podíly - podstatný vliv		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6. Zápůjčky a úvěry - ostatní		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7. Ostatní dlouhodobý finanční majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.I Jiný dlouhodobý finanční majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7.II Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

PAVUS, a.s. – rozvaha, oběžná aktiva brutto – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.														VII-18	
C.		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO	10.0%	16.2%	17.4%	16.3%	17.5%	20.6%	21.5%	21.0%	22.0%	19.4%	22.8%	25.4%	29.9%	26.4%	25.5%	28.4%
C. I.	Zásoby	1.5%	2.4%	2.1%	2.4%	2.2%	2.7%	4.0%	2.9%	3.7%	3.8%	1.9%	4.3%	4.0%	3.6%	4.3%	4.0%
1	Material	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.0%	0.8%	0.8%	1.2%	0.7%	0.9%	0.7%	0.9%	1.0%	0.9%
2	Nedokončená výroba a polotovary	0.9%	1.4%	1.1%	1.3%	0.9%	1.6%	3.0%	2.1%	2.3%	2.6%	1.1%	3.4%	3.2%	2.7%	3.3%	3.1%
3	Výrobky a zboží	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3.I	Výrobky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3.II	Zboží	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C. II.	Pohledávky	1.1%	0.8%	1.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.6%	2.4%	1.8%	3.9%	5.0%	4.9%	2.4%	3.8%	2.4%	2.7%
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1	Pohledávky z obchodních vztahů	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1.I	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1.II	Pohledávky - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1.III	Pohledávky - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1.IV	Odloučená danová pohledávka	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1.V	Pohledávky - ostatní	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Pohledávky za společnosti	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Dohadné účty aktivní	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Ústřední pohledávky	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2	Krátkodobé pohledávky	1.1%	0.8%	1.6%	2.1%	2.0%	2.0%	2.6%	2.4%	1.8%	3.9%	5.0%	4.9%	2.4%	3.8%	2.4%	2.7%
2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0.3%	0.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%	0.9%	3.1%	4.7%	4.3%	1.6%	3.0%	1.5%	1.4%
2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2.IV	Pohledávky - podstatný vliv	0.7%	0.5%	0.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%	0.3%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	1.3%
	Pohledávky ostatní	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Stat - danové pohledávky	0.3%	0.0%	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.6%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0.5%	0.3%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.8%
	Dohadné účty aktivní	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	Ústřední pohledávky	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
C. IV.	Peněžní prostředky	7.4%	12.9%	13.7%	11.8%	13.3%	15.9%	14.9%	15.7%	16.4%	11.0%	15.9%	16.2%	23.5%	19.0%	18.8%	21.7%
C. IV.	Peněžní prostředky v pokladně	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
2	Peněžní prostředky na účtech	7.3%	12.8%	13.5%	11.7%	13.1%	15.7%	14.7%	15.5%	16.3%	11.5%	15.7%	16.0%	23.5%	18.9%	18.7%	21.6%
D.	Časové rozlišení	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
1	Nakladý přístích období	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
2	Komplexní nakladý přístích období	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3	Příjmy přístích období	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Zdroj: účetní závěrky oceňované společností, MagnusWeb Bisnode, vlastní propočet

Příloha 7: Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele I.

Ziskové marže	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Hrubá marže	66,1%	67,7%	69,2%	68,2%	69,9%	61,4%	66,8%	70,7%	69,6%	67,9%	70,3%	67,7%	64,0%	68,7%	61,2%	78,7%
Marže EBITDA reportované	18,2%	21,2%	17,7%	18,9%	16,9%	15,2%	16,4%	15,4%	16,0%	14,1%	12,2%	12,8%	12,0%	10,6%	10,7%	29,4%
Marže EBITDA operační	13,5%	17,0%	19,7%	13,5%	11,2%	12,5%	11,0%	17,0%	17,0%	15,0%	19,5%	7,8%	16,6%	13,9%	-0,2%	26,3%
Marže provozního zisku	1,2%	7,6%	3,8%	3,3%	4,0%	4,2%	5,2%	4,7%	5,1%	4,4%	4,6%	5,3%	7,0%	4,1%	3,9%	22,8%
Marže EBIT operační	-3,5%	3,3%	5,8%	-2,1%	-1,7%	1,5%	-0,2%	6,2%	0,0%	5,4%	11,9%	0,3%	11,7%	7,4%	-7,1%	19,6%
Marže zisku před zdaněním	0,1%	6,8%	4,4%	3,8%	4,6%	4,7%	4,5%	4,1%	4,6%	4,3%	3,7%	4,3%	7,0%	4,0%	3,8%	22,8%
Marže čistého zisku	1,1%	3,7%	2,9%	2,9%	3,7%	3,4%	3,2%	3,0%	3,2%	2,9%	2,6%	3,2%	5,3%	2,0%	5,9%	22,8%

Produktivita práce	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Mzdová náročnost tržeb	52,9%	50,4%	48,7%	53,5%	51,9%	49,4%	54,9%	53,0%	57,6%	53,2%	51,8%	58,9%	47,0%	53,9%	60,7%	51,3%
Osobní náklady k přidané hodnotě	80,1%	74,5%	70,4%	78,5%	81,2%	80,5%	82,2%	75,0%	82,8%	78,4%	73,6%	87,0%	73,5%	78,4%	99,3%	65,2%
Produktivita práce z přidané hodnoty	553	662	653	579	606	699	706	718	670	663	699	647	846	755	616	n.a.
Produktivita práce z tržeb	825	965	927	830	921	1 101	1 045	1 006	942	949	968	941	1 304	1 092	995	n.a.
Průměrný osobní náklad roční	443	493	459	455	492	563	580	539	555	519	515	563	622	592	611	n.a.
Průměrná mzda roční	329	363	328	331	362	414	435	389	406	380	383	416	445	432	443	n.a.
Průměrná mzda měsíční v CZK	27	30	27	28	30	34	36	32	34	32	32	35	37	36	37	n.a.

Likvidita	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Běžná	2,71	2,18	4,00	3,04	2,65	2,73	3,00	3,97	2,57	2,88	3,35	3,49	1,73	2,85	2,85	2,87
Pohotová	2,31	1,89	3,57	2,64	2,35	2,40	2,48	3,47	2,16	2,34	3,11	2,92	1,51	2,48	2,39	2,48
Hotovostní	2,01	1,77	3,21	2,25	2,04	2,14	2,11	3,01	1,96	1,79	2,44	2,29	1,38	2,08	2,14	2,21
Obratovost čistého pracovního kapitálu	n.a.	4,94	3,18	2,30	2,68	2,99	2,54	2,29	1,93	2,25	2,40	1,98	2,87	2,37	1,98	n.a.

Dlouhodobá finanční rovnováha	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Debt ratio	0,18	0,23	0,18	0,19	0,19	0,23	0,23	0,19	0,24	0,21	0,25	0,30	0,47	0,38	0,32	0,29
Equity ratio	0,82	0,77	0,82	0,81	0,81	0,77	0,77	0,81	0,76	0,79	0,75	0,70	0,53	0,62	0,68	0,71
Debt to equity ratio	0,22	0,30	0,22	0,24	0,24	0,30	0,30	0,23	0,31	0,26	0,33	0,44	0,87	0,62	0,47	0,40
Úrokové krytí I.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Úrokové krytí II.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech	0,79	0,68	0,64	0,65	0,61	0,55	0,53	0,51	0,50	0,55	0,48	0,43	0,42	0,45	0,45	0,40
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	1,05	1,15	1,32	1,28	1,35	1,42	1,48	1,61	1,55	1,48	1,61	1,66	1,31	1,45	1,58	1,85
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	1,03	1,13	1,29	1,25	1,32	1,39	1,46	1,59	1,53	1,45	1,56	1,60	1,27	1,37	1,52	1,80
Teoretická doba splacení dluhů	n.a.	0,03	-1,70	-0,96	-0,83	-0,74	-1,89	-2,16	-1,26	2,96	-0,95	-1,14	-0,09	0,04	-3,07	n.a.

Zdroj: vlastní propočet

Poměrové ukazatele II.

Rentabilita	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE	3,0%	2,4%	2,0%	2,8%	3,1%	2,7%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,9%	7,0%	2,2%	5,9%
ROA _{EBIT} operační	2,1%	3,7%	-1,2%	-1,1%	1,1%	-0,1%	4,2%	0,0%	3,5%	8,7%	0,2%	9,2%	4,7%	-4,6%
ROCE _{EBIT} operační	2,4%	4,4%	-1,3%	-1,2%	1,3%	-0,2%	5,2%	0,0%	4,3%	10,7%	0,2%	13,2%	6,7%	-5,9%

Aktivita	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrat aktiv	0,62	0,63	0,55	0,59	0,69	0,64	0,67	0,58	0,62	0,71	0,65	0,78	0,63	0,64
Obrat dlouhodobého majetku	0,84	0,96	0,85	0,94	1,18	1,19	1,29	1,15	1,19	1,37	1,43	1,83	1,46	1,42
Obrat zásob	17,04	15,56	13,05	13,32	14,08	9,40	9,24	8,11	7,57	11,83	9,90	9,65	8,79	7,89
Obrat krátkodobých pohledávek	32,62	25,71	13,98	13,28	15,95	12,70	11,68	12,27	9,99	7,36	6,34	11,48	10,67	10,06
Obrat krátkodobých závazků	5,59	5,36	5,35	4,60	4,50	4,01	4,77	3,62	3,53	4,53	4,12	2,99	2,36	3,30
Doba obratu aktiv	590	577	669	620	531	570	545	631	588	518	560	467	578	574
Doba obratu dlouhodobého majetku	433	380	429	389	308	307	282	318	306	265	256	199	251	257
Doba obratu zásob	21	23	28	27	26	39	40	45	48	31	37	38	42	46
Doba obratu pohledávek	11	14	26	27	23	29	31	30	37	50	58	32	34	36
Doba obratu krátkodobých závazků	65	68	68	79	81	91	77	101	103	81	89	122	155	111

Ukazatele z cash flow	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rentabilita vlastního kapitálu z cash-flow	21,4%	4,8%	10,9%	12,1%	18,6%	7,3%	8,1%	16,3%	-4,7%	13,8%	11,7%	43,9%	-17,9%	2,7%
Krátkodobá likvidita z cash-flow	1,53	0,32	0,87	0,76	0,96	0,35	0,46	0,80	-0,21	0,69	0,53	1,01	-0,38	0,09
Stupeň oddlužení	0,94	0,21	0,53	0,58	0,84	0,31	0,39	0,72	-0,19	0,56	0,38	0,74	-0,26	0,06

Zdroj: vlastní propočet

Příloha 8: Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele (v tisících CZK)

Úrovně výnosů a zisku	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Výnosy	26 760	31 312	32 781	28 023	30 938	37 670	35 666	36 589	32 243	35 452	40 776	40 149	59 537	51 658	47 330	28 525
Tržby	26 369	30 877	32 227	27 395	30 042	36 421	35 264	36 206	31 542	34 445	39 669	39 527	58 689	51 345	46 769	28 178
Přidaná hodnota	17 683	21 190	22 675	19 119	19 766	23 111	23 833	25 858	22 436	24 074	28 677	27 183	38 080	35 488	28 947	22 449
EBITDA reportovaná	4 876	6 638	5 806	5 304	5 227	5 718	5 832	5 632	5 166	4 989	4 962	5 134	7 119	5 464	5 087	8 397
Provozní zisk	329	2 369	1 240	933	1 229	1 594	1 842	1 711	1 642	1 575	1 879	2 111	4 183	2 113	1 853	6 497
Zisk před zdaněním	20	2 140	1 426	1 063	1 432	1 787	1 613	1 517	1 471	1 514	1 499	1 711	4 161	2 049	1 821	6 515
Čistý zisk	283	1 174	966	807	1 148	1 289	1 137	1 096	1 025	1 031	1 054	1 270	3 153	1 024	2 791	6 515
EBITDA operační	3 605	5 316	6 468	3 793	3 458	4 695	3 913	6 204	3 536	5 334	7 949	3 124	9 874	7 192	-114	7 498
EBIT operační	-942	1 047	1 902	-578	-540	571	-77	2 283	12	1 920	4 866	101	6 938	3 841	-3 348	5 599

Čistý pracovní kapitál	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Zásoby	1 397	2 227	1 916	2 283	2 228	2 946	4 557	3 283	4 498	4 597	2 107	5 881	6 287	5 389	6 461	6 304
Krátkodobé pohledávky	1 018	875	1 632	2 286	2 238	2 328	3 224	2 977	2 163	4 736	6 040	6 431	3 798	5 828	3 471	4 269
peněžní prostředky a ekvivalenty	7 026	13 362	14 356	17 940	14 888	18 978	18 350	19 510	21 480	15 275	21 841	23 379	39 970	30 182	29 558	35 595
Časové rozlišení aktivní	418	226	181	490	588	324	161	97	216	124	72	112	343	195	147	84
Pracovní kapitál brutto	9 859	16 690	18 085	17 999	19 942	24 576	26 292	25 867	28 357	24 732	30 060	35 803	50 398	41 594	39 637	46 252
Krátkodobé závazky	3 500	7 546	4 474	5 762	7 300	8 894	8 705	6 484	10 954	8 544	8 957	10 215	28 990	14 519	13 832	16 074
Časové rozlišení pasivní	1 397	1 600	855	1 130	1 354	2 628	2 875	2 464	1 580	1 418	2 781	4 028	2 060	3 013	2 715	185
Čistý pracovní kapitál	4 962	7 544	12 756	11 107	11 288	13 064	14 712	16 919	15 823	14 770	18 322	21 560	19 348	24 062	23 090	29 993

Zdroj: vlastní propočet

Příloha 9: Metody komplexního hodnocení podniku

Metody komplexního hodnocení podniku – bonitní a bankrotní modely

Bonitní a bankrotní modely	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Altmanovo Z' Score pro neobchodované podniky	2,38	3,05	2,66	2,81	2,69	2,64	3,47	2,34	2,80	2,82	2,16	1,77	1,83	1,80
Hodnocení (1,23; 2,90)	šedá zóna	prosperita	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	prosperita	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna
IN05	1,04	1,44	1,10	1,11	1,14	1,12	1,59	0,97	1,25	1,43	1,00	0,91	0,98	0,67
Hodnocení (0,90; 1,60)	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	bankrot
Kralickův rychlý test	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,00
Hodnocení (2; 3)	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna

Zdroj: vlastní propočet

Příloha 10: Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv

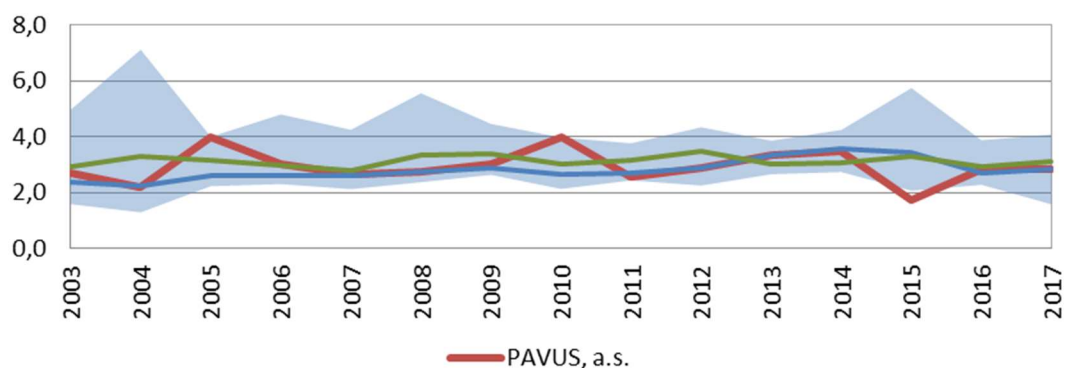
Stav, tvorba, čerpání a rozpuštění rezerv (v CZK)

Počáteční stav	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zákonné rezervy na opravu DHM	3 120 000	2 607 593	735 000	1 470 000	1 308 881	0	0	0	0	0	0	600 000	2 200 000	4 890 710	7 000 000
Ostatní (účetní) rezervy	245 379	364 799	1 428 581	1 159 970	569 133	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	818 790	1 217 911	2 976 000	1 722 500
Celkem	3 365 379	2 972 392	2 163 581	2 629 970	1 878 014	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	1 418 790	3 417 911	7 866 710	8 722 500
Tvorba	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zákonné rezervy na opravu DHM	0	735 000	735 000	0	0	0	0	0	0	0	0	600 000	1 600 000	3 000 000	3 000 000
Ostatní (účetní) rezervy	364 799	1 428 581	159 970	209 846	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	818 790	1 217 911	2 976 000	722 500	700 057
Celkem	364 799	2 163 581	894 970	209 846	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	1 418 790	2 817 911	5 976 000	3 722 500	3 700 057
Čerpání	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zákonné rezervy na opravu DHM	215 154	345 230	0	161 119	1 076 221	0	0	0	0	0	0	0	309 290	890 710	6 000 000
Ostatní (účetní) rezervy	245 379	364 799	428 581	800 683	439 035	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	818 790	1 217 911	1 452 010	722 500
Celkem	460 533	710 029	428 581	961 802	1 515 257	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	818 790	1 527 201	2 342 720	6 722 500
Rozpuštění	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zákonné rezervy na opravu DHM	297 253	2 262 363	0	0	232 660	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní (účetní) rezervy	0	0	0	0	130 098	0	0	0	0	0	0	0	0	523 990	1 000 000
Celkem	297 253	2 262 363	0	0	362 758	0	0	0	0	0	0	0	0	523 990	1 000 000
Konečný stav	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Zákonné rezervy na opravu DHM	2 607 593	735 000	1 470 000	1 308 881	0	0	0	0	0	0	0	600 000	2 200 000	4 890 710	7 000 000
Ostatní (účetní) rezervy	364 799	1 428 581	1 159 970	569 133	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	818 790	1 217 911	2 976 000	1 722 500	700 057
Celkem	2 972 392	2 163 581	2 629 970	1 878 014	258 824	387 804	708 192	406 052	286 561	371 659	1 418 790	3 417 911	7 866 710	8 722 500	4 700 057

Zdroj: přílohy účetních závěrek oceňované společností

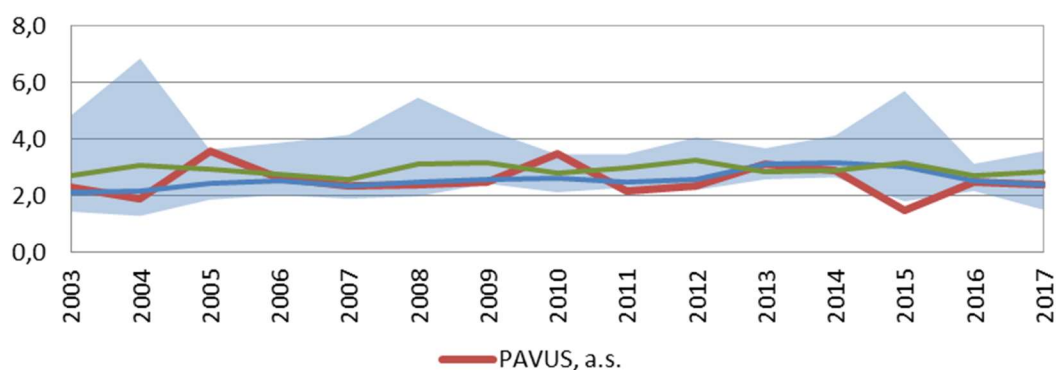
Příloha 11: Krátkodobá likvidita – srovnání¹⁰

Běžná likvidita – srovnání s konkurencí



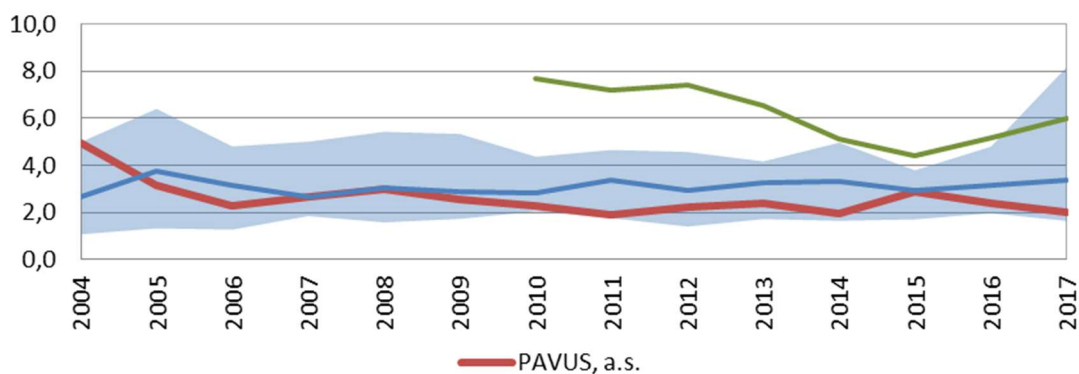
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Pohotová likvidita – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Obrat pracovního kapitálu – srovnání s konkurencí

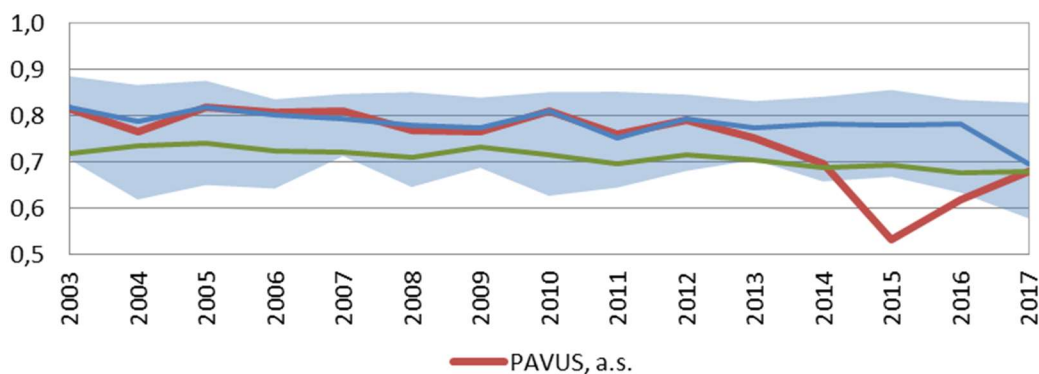


Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹⁰ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

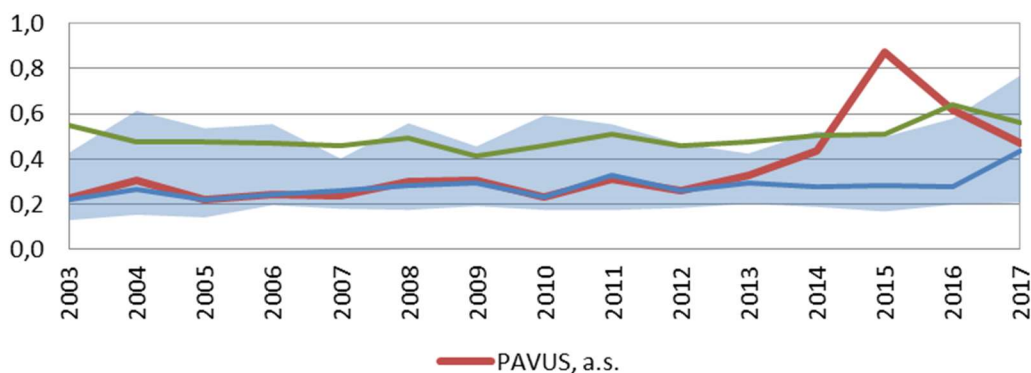
Příloha 12: Dlouhod. finanční rovnováha – srovnání¹¹

Equity ratio – srovnání s konkurencí



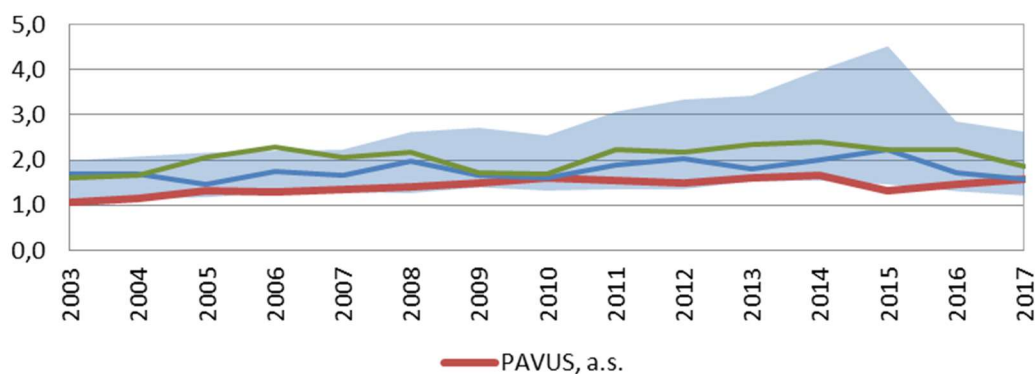
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Debt to equity ratio – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

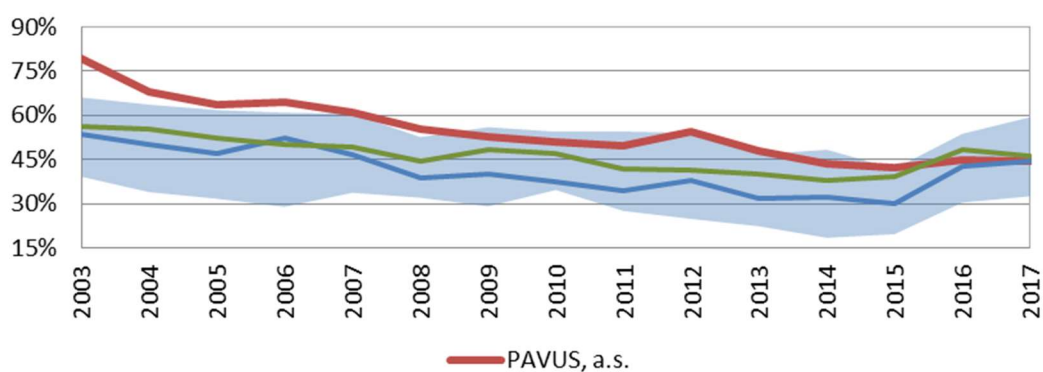
Krytí dlouhod. majetku celkovým dlouhodobým kapitálem – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

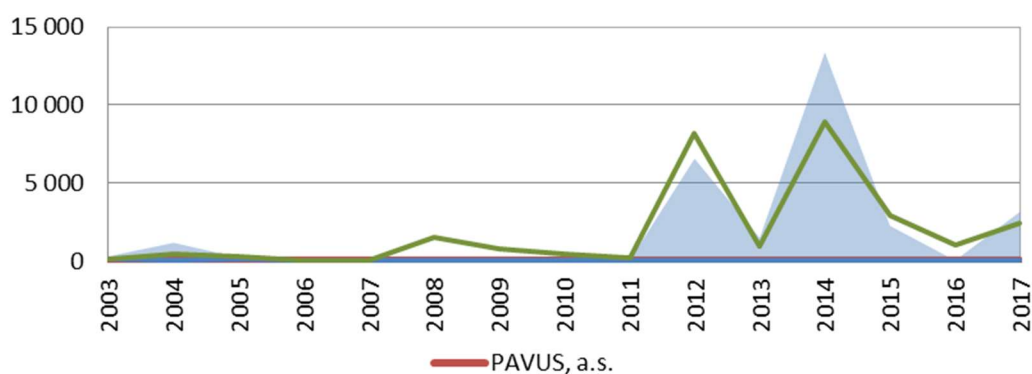
¹¹ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Podíl dlouhodobého majetku na aktivech – srovnání s konkurencí



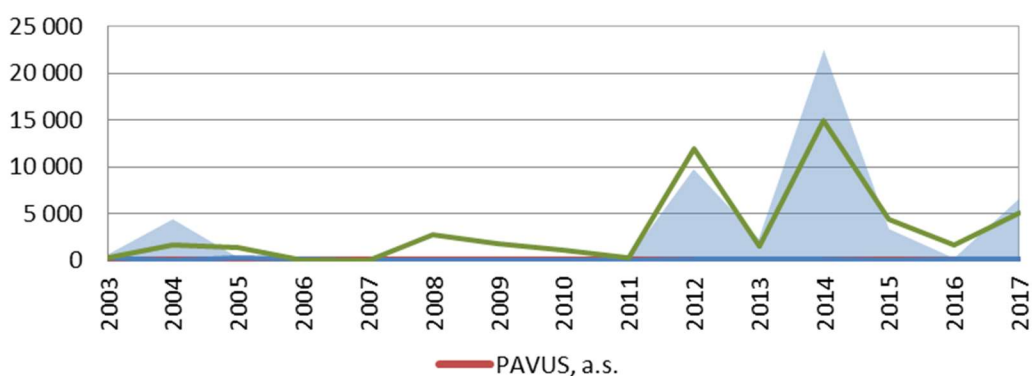
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Úrokové krytí I. – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

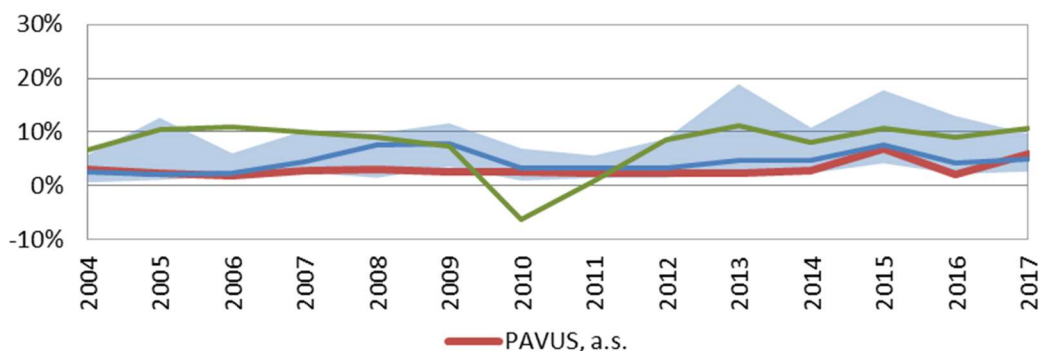
Úrokové krytí II. – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

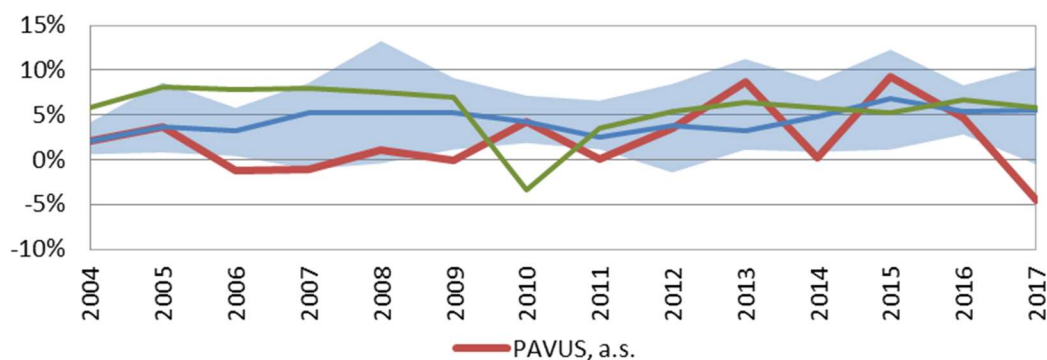
Příloha 13: Rentabilita – srovnání¹²

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) – srovnání s konkurencí



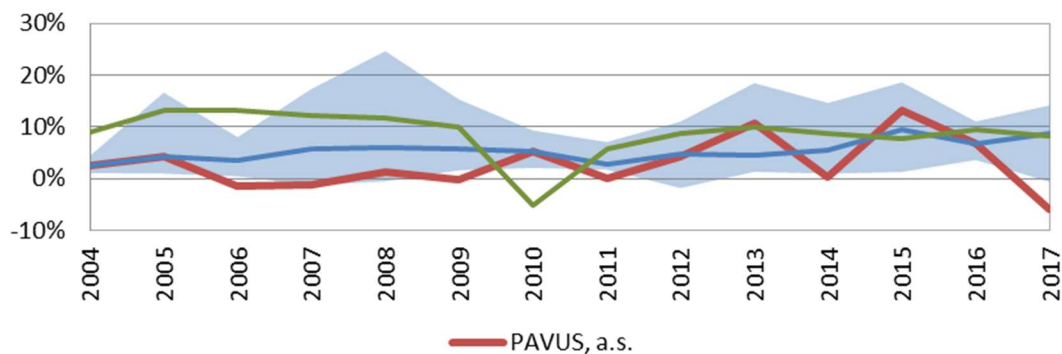
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Rentabilita aktiv (ROA) – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

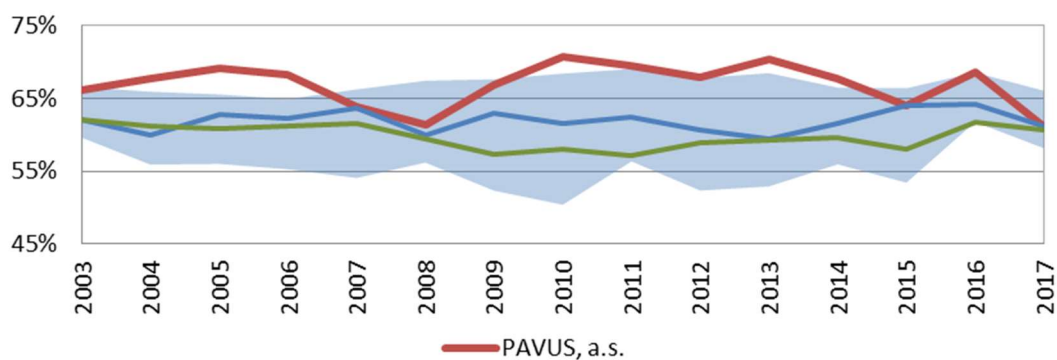
Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

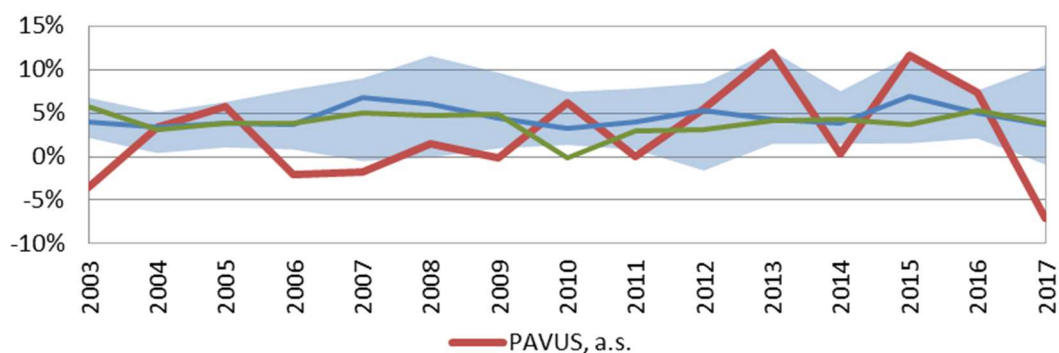
¹² Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Hrubá marže – srovnání s konkurencí



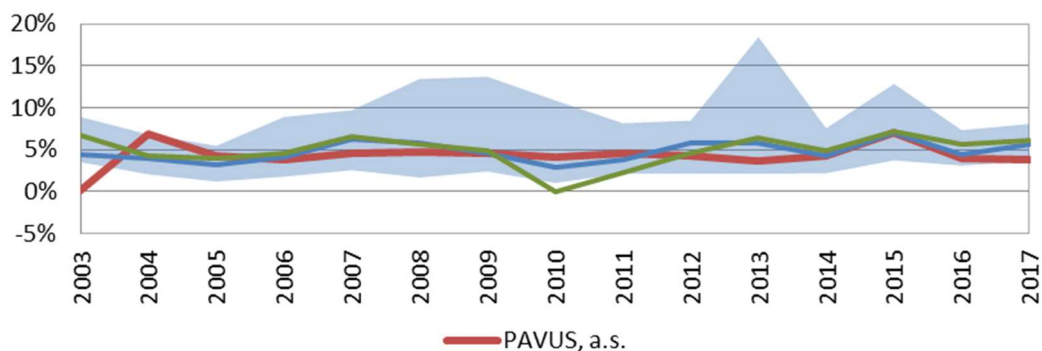
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Marže EBIT – srovnání s konkurencí



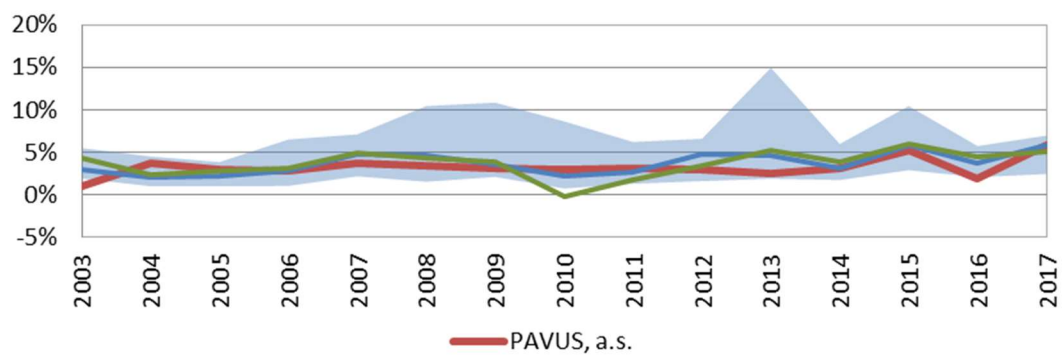
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Marže EBT – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

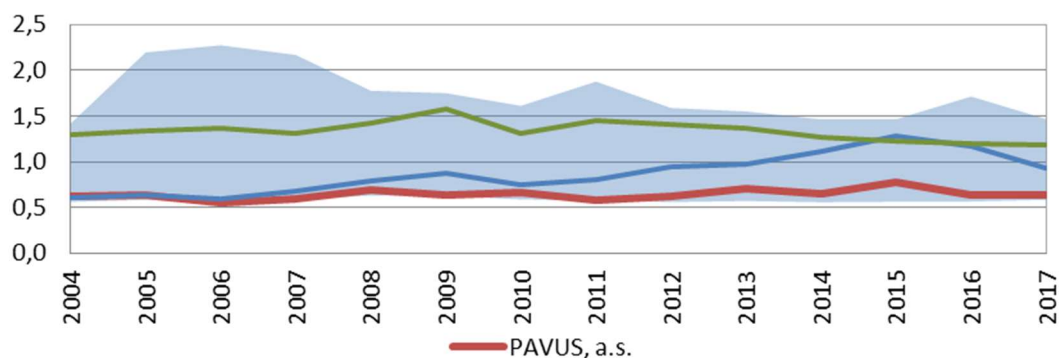
Marže čistého zisku – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

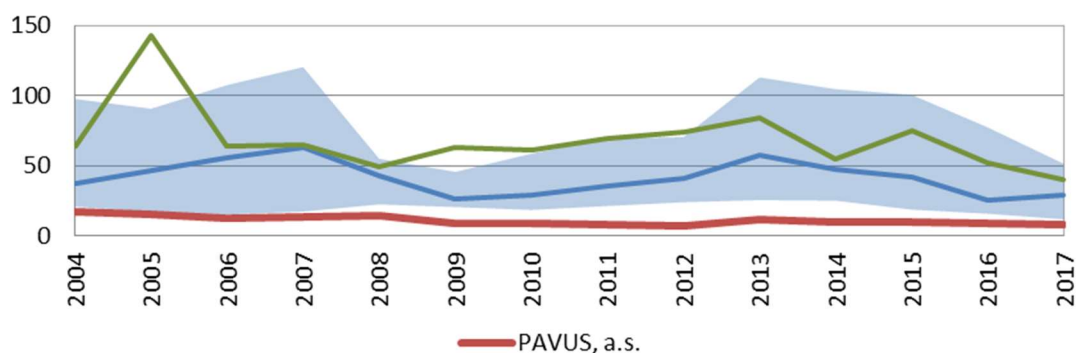
Příloha 14: Aktivita – srovnání¹³

Obrat aktiv – srovnání s konkurencí



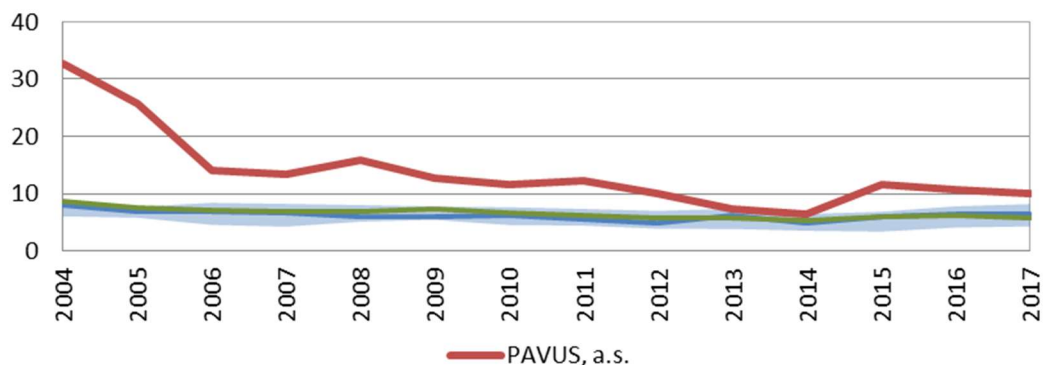
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Obrat zásob – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

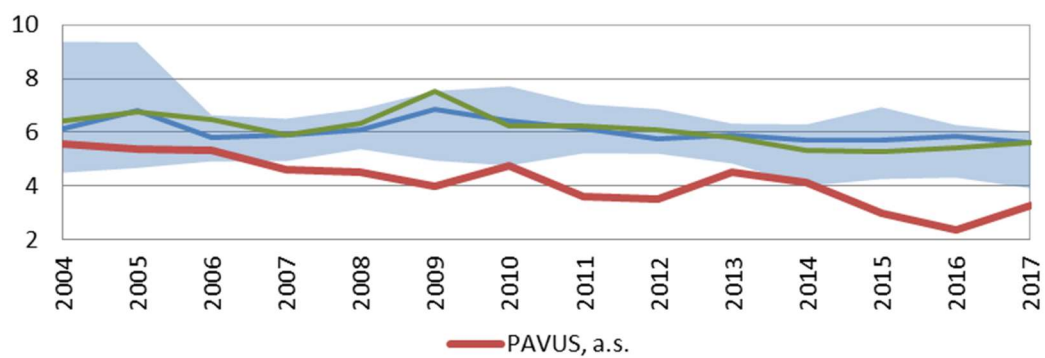
Obrat pohledávek – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹³ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

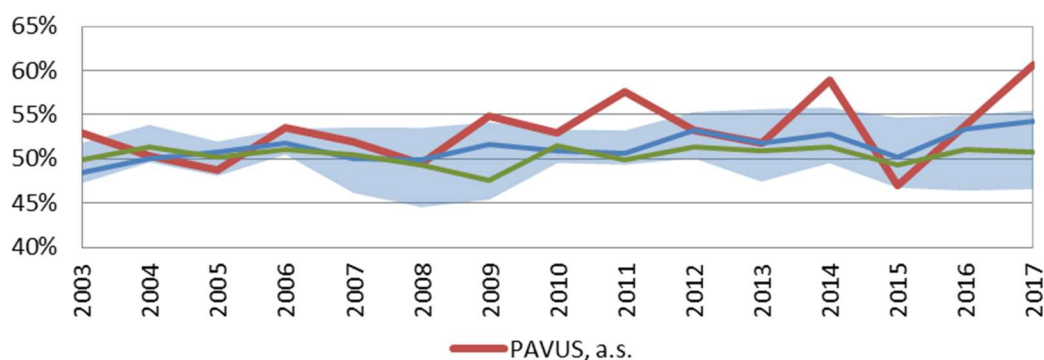
Obrat krátkodobých závazků – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

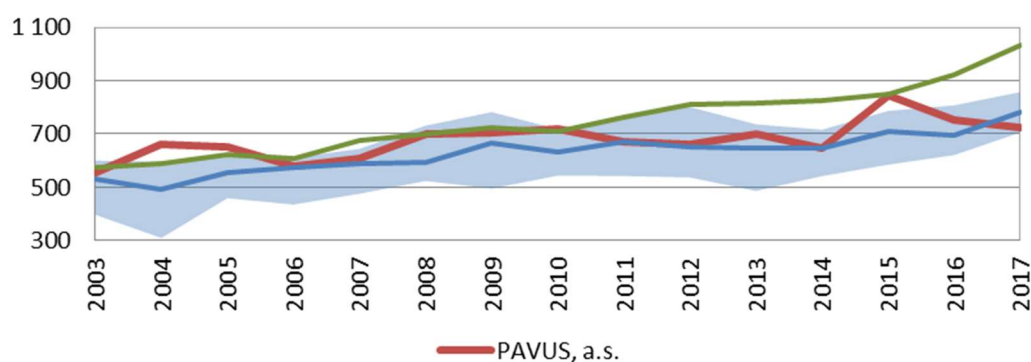
Příloha 15: Produktivita práce – srovnání¹⁴

Mzdová náročnost tržeb – srovnání s konkurencí



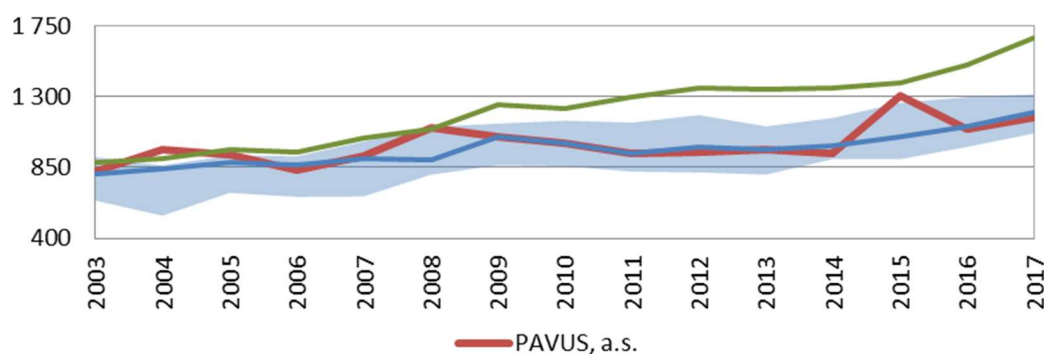
Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Produktivita práce z přidané hodnoty – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Produktivita práce z tržeb – srovnání s konkurencí (v tisících CZK)

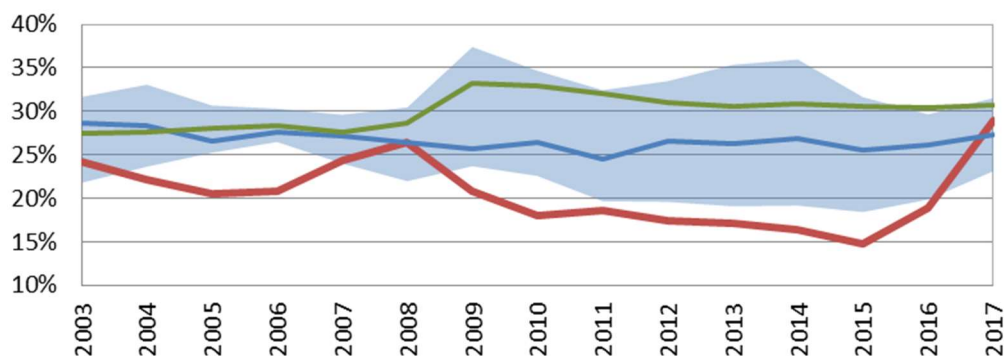


Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹⁴ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

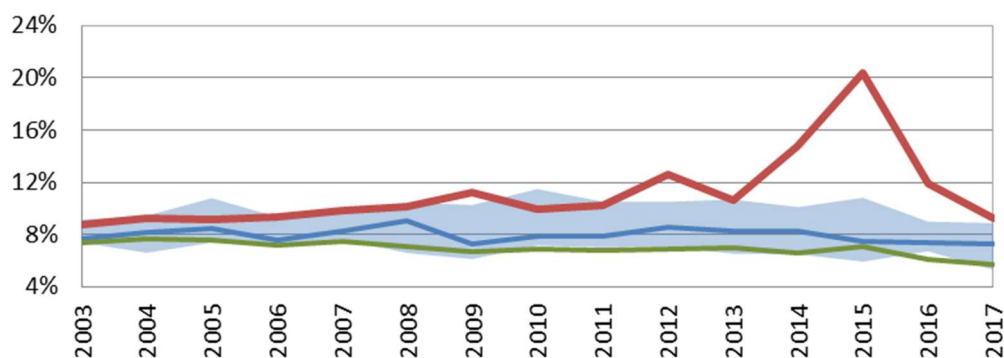
Příloha 16: Provozní náklady – srovnání¹⁵

Podíl služeb na tržbách – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

Podíl spotřeby materiálu a energie na tržbách – srovnání s konkurencí



Zdroj: Účetní závěrky porovnávaných společností, vlastní dopočet

¹⁵ Všechny grafy porovnávající příslušný ukazatel oceňované společnosti s oborovými hodnotami mají společnou legendu: červený liniový graf je hodnota ukazatele oceňované společnosti, zelený liniový graf značí hodnotu průměru celé skupiny váženého tržbami, modrý plošný graf znázorňuje hodnoty od prvního do třetího kvartilu (vnitřní polovinu hodnot srovnávané skupiny) s mediánem v podobě modrého liniového grafu.

Příloha 17: Účastníci 45. Kolokvia MF ČR

45. Kolokvium

Účastník		
1.	Akcenta CZ	
2.	Citibank	
3.	Česká národní banka	
4.	Česká spořitelna	
5.	ČSOB	
6.	Deloitte Advisory	
7.	Hospodářská komora ČR	
8.	ING Bank	
9.	Institut ekonomických studií FSV UK	
10.	Komerční banka	
11.	Ministerstvo financí České republiky	
12.	Ministerstvo práce a sociálních věcí	
13.	Ministerstvo průmyslu a obchodu	
14.	Raiffeisenbank	
15.	Svaz průmyslu a dopravy ČR	
16.	UniCredit bank	
Přiřazený účastník		Prognóza
17.	Mezinárodní měnový fond	World Economic Outlook, duben 2018
18.	Evropská komise	European Economic Forecast, únor 2018

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Příloha 18: Státní dluhopisy dle doby splatnosti

České státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti, stav k 31. 7. 2018 (v CZK)

Státní dluhopisy v oběhu podle doby splatnosti stav k 31.7.2018					
Datum splatnosti	Druh dluhopisu	ISIN	Datum emise	Kupon %	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
18.08.2018	Státní dluhopis 41. emise	CZ0001000822	18.08.2003	4,6	74 400 000 000
31.08.2018	SPP	CZ0001005425	02.03.2018		16 260 000 000
07.09.2018	SPP	CZ0001005433	09.03.2018		17 288 000 000
05.10.2018	SPP	CZ0001005466	06.04.2018		5 927 000 000
19.10.2018	SPP	CZ0001005482	20.04.2018		1 309 000 000
26.10.2018	SPP	CZ0001005490	27.04.2018		2 263 000 000
02.11.2018	SPP	CZ0001005508	04.05.2018		1 955 000 000
09.11.2018	SPP	CZ0001005516	11.05.2018		3 185 000 000
16.11.2018	SPP	CZ0001005524	18.05.2018		2 503 000 000
23.11.2018	SPP	CZ0001005532	25.05.2018		2 051 000 000
30.11.2018	SPP	CZ0001005540	01.06.2018		14 990 000 000
07.12.2018	SPP	CZ0001005557	08.06.2018		844 000 000
12.12.2018	Kuponový spořicí státní dluhopis 85. emise	CZ0001004188	12.12.2013	5,5	1 355 351 518
12.12.2018	Reinvestiční spořicí státní dluhopis 86. emise	CZ0001004196	12.12.2013	6,5	8 047 669 308
14.12.2018	SPP	CZ0001005441	16.03.2018		2 078 000 000
14.12.2018	SPP	CZ0001005565	15.06.2018		19 000 000
21.12.2018	SPP	CZ0001005458	23.03.2018		126 000 000
2018		celkem			154 601 020 826
11.04.2019	Státní dluhopis 56. emise	CZ0001002471	23.03.2009	5	85 474 000 000
12.06.2019	Protinflační spořicí státní dluhopis 70. emise	CZ0001003586	12.06.2012	CPI	1 911 735 401
12.06.2019	Reinvestiční spořicí státní dluhopis 92. emise	CZ0001004303	12.06.2014	6	745 436 333
17.07.2019	Státní dluhopis 98. emise	CZ0001004717	15.01.2016	0	70 000 000 000
29.10.2019	Státní dluhopis 76. emise	CZ0001003834	14.01.2013	1,5	85 153 200 000
2019		celkem			243 284 371 734
10.02.2020	Státní dluhopis 101. emise	CZ0001005011	10.02.2017	0	42 513 880 000
18.03.2020	2. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0215153296	18.03.2005	4,125	25 600 000 000
12.06.2020	Protinflační spořicí státní dluhopis 83. emise	CZ0001003990	12.06.2013	CPI + 0,50	388 126 314
12.09.2020	Státní dluhopis 46. emise	CZ0001001317	12.09.2005	3,75	75 000 000 000
09.12.2020	Státní dluhopis 91. emise	CZ0001004113	09.06.2014	VAR 0,69	33 923 370 000
12.12.2020	Protinflační spořicí státní dluhopis 87. emise	CZ0001004204	12.12.2013	CPI + 0,50	2 092 194 697
12.12.2020	Variabilní spořicí státní dluhopis 93. emise	CZ0001004311	12.06.2014	VAR 1,09	30 581 090
2020		celkem			179 548 152 101
23.02.2021	Státní dluhopis 104. emise	CZ0001005367	23.02.2018	0,75	22 618 110 000
14.04.2021	5. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0541140793	14.09.2010	3,625	50 150 000 000
29.09.2021	Státní dluhopis 61. emise	CZ0001002851	29.11.2010	3,85	76 535 000 000
2021		celkem			149 303 110 000
24.02.2022	Státní dluhopis 102. emise	CZ0001005029	24.02.2017	0	1 245 780 000
24.05.2022	6. emise státních dluhopisů denominovaná v euro ¹⁾	XS0750894577	24.02.2012	3,875	70 400 000 000
12.09.2022	Státní dluhopis 52. emise	CZ0001001945	18.06.2007	4,7	85 532 580 000
2022		celkem			157 178 360 000
18.04.2023	Státní dluhopis 63. emise	CZ0001003123	18.04.2011	VAR 1,77	81 207 870 000
25.10.2023	Státní dluhopis 97. emise	CZ0001004600	25.09.2015	0,45	47 289 100 000
2023		celkem			128 496 970 000
25.05.2024	Státní dluhopis 58. emise	CZ0001002547	25.05.2009	5,7	87 600 000 000
2024		celkem			87 600 000 000
17.09.2025	Státní dluhopis 89. emise	CZ0001004253	17.03.2014	2,4	79 823 810 000
2025		celkem			79 823 810 000
26.06.2026	Státní dluhopis 95. emise	CZ0001004469	26.06.2015	1	68 710 820 000
2026		celkem			68 710 820 000
10.02.2027	Státní dluhopis 100. emise	CZ0001005037	10.02.2017	0,25	44 600 460 000
19.11.2027	Státní dluhopis 90. emise	CZ0001004105	19.05.2014	VAR 0,89	55 258 160 000
2027		celkem			99 858 620 000
25.08.2028	Státní dluhopis 78. emise	CZ0001003859	25.02.2013	2,5	98 644 410 000
2028		celkem			98 644 410 000
23.07.2029	Státní dluhopis 105. emise	CZ0001005375	23.02.2018	2,75	44 545 850 000
2029		celkem			44 545 850 000
15.05.2030	Státní dluhopis 94. emise	CZ0001004477	15.05.2015	0,95	67 187 460 000
2030		celkem			67 187 460 000
13.10.2033	Státní dluhopis 103. emise	CZ0001005243	13.10.2017	2	19 029 240 000
2033		celkem			19 029 240 000
16.01.2036	1. emise státních dluhopisů denominovaná v japonských jenech ¹⁾	XS0240954361	16.01.2006	2,75	5 870 100 000
04.12.2036	Státní dluhopis 49. emise	CZ0001001796	04.12.2006	4,2	36 821 370 000
2036		celkem			42 691 470 000
26.11.2057	Státní dluhopis 53. emise	CZ0001002059	26.11.2007	4,85	11 330 000 000
2057		celkem			11 330 000 000

Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Příloha 19: Výnosy českých státních dluhopisů

Vývoj výnosů státních dluhopisů České republiky 5 let před datem ocenění

Výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů (měsíční průměr) (%)				Aritmetický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Geometrický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Výnosy dluhopisového koše státních dluhopisů (ke konci měsíce) (%)				Aritmetický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000	Geometrický průměr 10letých dluhopisů od 4/2000
Období	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 2 roky	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let			Období	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 2 roky	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 5 let	Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou splatností 10 let		
VII.18	1,09	1,44	2,10	3,469	2,754	VII.18	1,15	1,49	2,16	3,469	2,737
VI.18	0,89	1,41	2,14	3,475	2,757	VI.18	1,07	1,50	2,19	3,475	2,740
V.18	0,70	1,21	1,89	3,481	2,761	V.18	0,72	1,29	2,00	3,481	2,743
IV.18	0,60	1,05	1,74	3,488	2,765	IV.18	0,64	1,05	1,71	3,488	2,747
III.18	0,62	1,09	1,81	3,497	2,771	III.18	0,63	1,08	1,76	3,496	2,753
II.18	0,55	1,07	1,82	3,504	2,777	II.18	0,62	1,05	1,82	3,505	2,759
I.18	0,46	0,99	1,77	3,512	2,782	I.18	0,57	1,11	1,86	3,513	2,765
XII.17	0,19	0,68	1,50	3,520	2,788	XII.17	0,60	1,05	1,62	3,521	2,770
XI.17	0,31	0,87	1,68	3,530	2,796	XI.17	0,14	0,82	1,63	3,530	2,777
X.17	0,12	0,63	1,45	3,539	2,803	X.17	0,21	0,74	1,56	3,539	2,784
IX.17	-0,29	0,10	0,97	3,549	2,812	IX.17	-0,11	0,27	1,22	3,549	2,792
VIII.17	-0,33	0,09	0,83	3,561	2,826	VIII.17	-0,30	-0,02	0,81	3,560	2,803
VII.17	-0,29	0,14	0,90	3,574	2,843	VII.17	-0,40	0,19	0,84	3,574	2,821
VI.17	-0,25	-0,03	0,77	3,587	2,859	VI.17	-0,15	0,10	0,92	3,587	2,838
V.17	-0,24	0,04	0,74	3,601	2,877	V.17	-0,32	-0,10	0,62	3,601	2,854
IV.17	-0,23	0,16	0,96	3,615	2,896	IV.17	-0,18	0,17	0,87	3,615	2,875
III.17	-0,44	0,10	0,87	3,628	2,912	III.17	-0,37	0,15	0,96	3,629	2,893
II.17	-0,53	0,09	0,63	3,641	2,929	II.17	-0,48	0,04	0,68	3,643	2,909
I.17	-0,88	-0,22	0,47	3,656	2,952	I.17	-0,61	-0,13	0,52	3,658	2,930
XII.16	-0,81	-0,21	0,53	3,672	2,979	XII.16	-0,94	-0,20	0,47	3,674	2,956
XI.16	-0,73	-0,17	0,55	3,688	3,005	XI.16	-0,72	-0,17	0,54	3,690	2,984
X.16	-0,74	-0,17	0,37	3,704	3,030	X.16	-0,87	-0,21	0,49	3,706	3,011
IX.16	-0,50	-0,19	0,25	3,720	3,063	IX.16	-0,57	-0,20	0,26	3,723	3,039
VIII.16	-0,22	-0,09	0,29	3,738	3,102	VIII.16	-0,32	-0,13	0,24	3,741	3,079
VI.16	-0,13	-0,02	0,37	3,756	3,140	VI.16	-0,13	-0,04	0,33	3,759	3,120
V.16	-0,05	0,05	0,45	3,773	3,174	V.16	-0,09	0,03	0,43	3,778	3,157
IV.16	-0,04	0,07	0,46	3,790	3,206	IV.16	-0,01	0,11	0,51	3,795	3,191
III.16	-0,08	0,04	0,43	3,807	3,239	III.16	-0,07	0,06	0,45	3,813	3,222
II.16	-0,17	-0,10	0,35	3,825	3,273	II.16	-0,06	0,00	0,38	3,831	3,256
I.16	-0,18	-0,08	0,46	3,843	3,312	I.16	-0,21	-0,13	0,36	3,849	3,294
XII.15	-0,21	0,04	0,62	3,861	3,346	XII.15	-0,10	0,01	0,61	3,868	3,333
XI.15	-0,38	-0,11	0,49	3,878	3,376	XI.15	-0,37	-0,08	0,53	3,886	3,364
X.15	-0,33	-0,05	0,49	3,896	3,411	X.15	-0,33	-0,10	0,47	3,904	3,398
IX.15	-0,28	-0,05	0,56	3,914	3,447	IX.15	-0,33	-0,06	0,47	3,923	3,436
VIII.15	-0,30	0,06	0,68	3,932	3,480	VIII.15	-0,27	-0,01	0,64	3,942	3,473
VI.15	-0,07	0,20	0,74	3,950	3,511	VI.15	-0,09	0,21	0,76	3,960	3,506
V.15	0,02	0,35	0,97	3,967	3,541	V.15	-0,12	0,19	0,73	3,978	3,536
IV.15	0,11	0,43	1,01	3,984	3,566	IV.15	0,11	0,43	1,10	3,997	3,568
III.15	0,04	0,22	0,60	4,000	3,591	III.15	0,08	0,26	0,69	4,013	3,592
II.15	-0,03	0,05	0,26	4,019	3,627	II.15	-0,02	0,14	0,40	4,032	3,625
I.15	0,04	0,14	0,35	4,040	3,680	I.15	0,02	0,07	0,29	4,053	3,671
XII.14	0,06	0,17	0,40	4,060	3,729	XII.14	0,08	0,21	0,46	4,074	3,725
XI.14	0,09	0,13	0,35	4,081	3,776	XI.14	0,05	0,08	0,25	4,095	3,771
X.14	0,13	0,22	0,67	4,102	3,827	X.14	0,13	0,20	0,54	4,117	3,831
IX.14	0,12	0,24	0,87	4,122	3,865	IX.14	0,13	0,23	0,77	4,138	3,875
III.14	0,10	0,37	1,10	4,140	3,898	III.14	0,12	0,29	0,97	4,158	3,912
II.14	0,14	0,51	1,21	4,158	3,927	II.14	0,10	0,47	1,25	4,177	3,944
VIII.14	0,18	0,62	1,38	4,175	3,954	VIII.14	0,15	0,51	1,20	4,194	3,971
VII.14	0,23	0,65	1,49	4,191	3,978	VII.14	0,22	0,68	1,45	4,212	4,000
VI.14	0,24	0,68	1,55	4,207	4,001	VI.14	0,23	0,59	1,48	4,229	4,024
V.14	0,21	0,80	1,73	4,222	4,023	V.14	0,24	0,74	1,67	4,246	4,049
IV.14	0,23	0,99	2,00	4,237	4,043	IV.14	0,20	0,94	1,89	4,261	4,071
III.14	0,26	1,14	2,20	4,250	4,060	III.14	0,25	1,07	2,14	4,276	4,090
II.14	0,28	1,20	2,28	4,263	4,075	II.14	0,27	1,17	2,20	4,289	4,106
I.14	0,23	1,09	2,43	4,275	4,089	I.14		1,16	2,31	4,302	4,122
XII.13	0,19	0,97	2,20	4,286	4,102	XII.13	0,34	1,12	2,54	4,315	4,137
XI.13	0,20	1,03	2,18	4,298	4,118	XI.13	0,18	0,95	2,11	4,326	4,150
X.13	0,33	1,25	2,33	4,311	4,134	X.13	0,29	1,13	2,20	4,340	4,168
IX.13	0,37	1,23	2,42	4,324	4,149	IX.13	0,28	1,24	2,27	4,353	4,185
VIII.13	0,40	1,39	2,40	4,336	4,163	VIII.13	0,40	1,24	2,42	4,367	4,201

Zdroj: ČNB, databáze časových řad ARAD

Příloha 20: Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů odráží německý přístup k oceňování, přičemž je soustředěna přímo na výpočet hodnoty podniku pro vlastníky společnosti (držitele vlastního kapitálu). Jedná se tak o metodu netto – bezprostřední odhad hodnoty vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že analytická varianta KČV splývá do značné míry s dále provedenou metodou DCF (ve variantě equity), je pro účely využita varianta paušální, tedy ocenění podniku na základě minulých výsledků hospodaření.

V této variantě postup ocenění neobsahuje krok odhadu budoucích čistých výnosů a finanční potřeb, ale člení se v zásadě jen na zbylé tři fáze:

- analýza minulých výsledků hospodaření podniku a jejich úprava pro účely ocenění,
- odhad úrokové míry,
- propočet hodnoty podniku.

Obecně je paušální metoda vhodná pro ocenění podniků:

- jako odhad dolní hranice výnosové hodnoty u standardních podniků,
- specificky u podniků s obtížně predikovatelnou budoucností,
- pro podniky, které v minulosti nevykazovaly výrazné růstové tendence.

Podmínkou použití této metody jsou:

- předpokládaná dlouhodobá existence podniku, jež není ohrožena (přijetí předpokladu going-concern) a
- předpoklad, že podnik bude dosahovat v budoucnu minimálně níže definovaný trvale odnímatelný čistý výnos.

Charakteristikami paušální metody dále jsou:

- základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění,
- nejsou brány v potaz budoucí růstové možnosti,
- výnosový potenciál lze udržet investicemi ve výši odpisů.

Úprava minulých výsledků hospodaření

Vzhledem k zaměření metodiky KČV na účetní výsledky hospodaření se všemi jejich omezeními, je v prvním kroku důležitá korekce těchto výsledků s cílem zjistit skutečné ekonomické výsledky hospodaření, které mohou být mezi vlastníky kapitálu děleny a zajistit jejich srovnatelnost v čase (mezi minulostí a budoucností).

Úpravy minulých výsledků hospodaření se v ocenění metodou KČV zaměřují především na jednorázové vlivy, sjednocení účtovaných položek s příslušnými obdobími (zaúčtování nákladů a výnosů do období, ke kterým se věcně a časově vztahují) či provozně nezbytný majetek. Konkrétně jsou upravovány především:

- nepravdivé výnosy a náklady – je proveden rozklad na příslušná období,
- jednorázové výnosy a náklady – jsou eliminovány,
- významné náklady účtované v minulosti, jejichž dopad se projeví se zpožděním – jsou rozloženy do delšího časového úseku,
- opominuté náklady – je zohledněno, že měly být vynaloženy,
- náklady a výnosy z provozně nepotřebného majetku – jsou eliminovány, když je provozně nepotřebný majetek oceňován zvlášť dle své individuální povahy,
- mzdy společníků – jsou zahrnuty do výsledků, není-li tomu v účetnictví,
- soukromé náklady společníků – jsou eliminovány, obsahuje-li je účetnictví,
- aj.

Vzhledem k časovému faktoru působícímu v řadě minulých výsledků je zároveň provedena úprava přepočtu časové řady na cenovou úroveň období, ke kterému je prováděno ocenění.

Odhad budoucích výnosů

V případě využití tzn. paušální metody zaměřené na ocenění stávajících aktivit podniku (tedy za předpokladu, že jejich výsledky budou v budoucnu v průměru opakovány) není odhad budoucích výnosů podstatný. V daném případě je indikace ocenění provedena ve zjednodušené podobě právě na úrovni minulých výsledků, budoucí výnosy tak nejsou modelovány (není oceňován hypotetický růstový potenciál).

Odhad úrokové míry

Kalkulovaná úroková míra je modelována vzhledem k charakteru metody (ocenění equity) na úrovni nákladů vlastního kapitálu (při daném zadlužení). V případě použité paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů je očištěna o inflaci (metoda pracuje se stálými cenami, přičemž výnosové míry využívané pro oceňování ve svém základu v podobě výnosnosti státních dluhopisů očekávanou inflaci obsahují).

V případě užití metody pro odhad tržní hodnoty je možno tuto úrokovou míru kalkulovat stejným modelem CAPM, podobně jako je tato standardně používána v ocenění metodou diskontovaných peněžních toků.

Způsob výpočtu hodnoty podniku

Plán budoucích výsledků hospodaření závisí na použití jedné ze dvou standardních variant metody kapitalizovaných zisků, tedy

- paušální metody či
- metody analytické.

Za stěžejní je oceňovacími standardy považována metoda analytická, podrobněji zkoumající jednotlivé faktory, na základě kterých se upravují jednotlivé budoucí čisté peněžní výnosy i úroková míra. Tato metoda je v daném případě zastoupena oceněním modelem diskontovaných peněžních toků.

V případě metody paušální je základem pro ocenění obvykle vážený průměr upravených minulých výnosů.

Metoda paušální je jako základní model ocenění využitelná u společností, u nichž absentuje podrobnější plán hospodaření do budoucnosti, či je tato obtížně odhadnutelná. Uvedenou metodou je budoucí potenciál společnosti odhadnut z úrovně výnosů v posledním roce před datem ocenění, popř. průměrného výnosu z posledních 3 – 5 let před datem ocenění. Využíván je vážený průměr nejčastěji s větším důrazem na novější nebo pro budoucnost relevantnější údaje (vyloučeny jsou od normálu se extrémně odchylovající výsledky, které ani výše uvedené úpravy „neznormalizují“).

Hodnota společnosti pak je určena jednoduchým vztahem:

$$H_n = \frac{TV}{i_k}$$

kde

$$TV = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K q_t}$$

kde

H_n	hodnota podniku netto (vlastního kapitálu)
TV	trvale odnímatelný čistý výnos
i_k	kalkulovaná úroková míra
$\check{V}_t$	minulý upravený čistý výnos v roce t
q_t	váha určující důležitost výnosu v roce t pro odhad
K	počet minulých let zahrnutých do výpočtu

Samotný postup propočtu kromě popsanych úprav hospodářského výsledku zahrnuje kroky:

- nahrazení historických odpisů odpisy z aktuálních reprodukčních cen,
- kalkulaci nových daní (aktuálních k datu ocenění
- přepočet minulých hospodářských výsledků na cenovou hladinu k datu ocenění
- určení vah jednotlivých výsledků hospodaření
- výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu dle uvedeného vzorce
- určení kalkulované míry stejně jako v modelu DCF, ovšem s očištěním této míry o předpokládanou inflaci
- výpočet výnosové hodnoty podniku.

Příloha 21: Metoda diskontovaných peněžních toků

Ocenění podniku metodou diskontovaných toků jakožto nejužívanějším výnosovým přístupem je možné provést v několika variantách poskytujících při dodržení určitých pravidel totožný výsledek (variantní ocenění pak není ničím jiným než kontrolním propočtem pro ověření správnosti sestavení modelu DCF, resp. výpočtem poskytující dodatečné dílčí informace nad rámec společného finálního výsledku).

Základní, v praxi nejčastěji užívanou variantou, je DCF entity, jejíž obecný vzorec pro dvoufázové ocenění má tvar:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{PH_b}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}$$

kde

PH_b	pokračující hodnota brutto
H_b	hodnota podniku brutto
$FCFF_t$	volný peněžní tok do firmy v roce t
$WACC_i$	průměrné vážené náklady kapitálu v roce i
T	počet let první fáze
g	tempo růstu ve druhé fázi

Alternativní variantou je DCF equity:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)i})} + \frac{PH_n}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)i})}$$

kde

PH_n	pokračující hodnota netto
H_n	hodnota podniku netto
$FCFE_t$	volný peněžní tok pro vlastníky v roce t
$n_{VK(z)i}$	náklady vlastního kapitálu pro dané zadlužení v roce i

Poslední z užívaných variant modelu je DCF APV:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} = \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} n_{CKt} d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T n_{CKT+1} d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})}$$

kde

$n_{VK(n)i}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení pro rok i
n_{CKt}	náklady cizího kapitálu v roce t
CK_{t-1}	cizí úročený kapitál k počátku roku t
d_t	daňová sazba předpokládaná pro tok t

Jak je patrné, mimo jiných dílčích bodů se varianty liší bezprostředním výsledkem, když varianty entity a APV v prvním kroku výpočtu vedou k hodnotě podniku brutto (metoda APV navíc v členění na hodnotu podniku brutto za předpokladu nulového zadlužení a současnou hodnotu daňových štítů). Obvyklým účelem ocenění je přitom nalézt hodnotu na úrovni vlastníka, tedy netto. Vztah mezi oběma veličinami je následující:

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění

Hodnota podniku netto je bezprostředním výsledkem varianty DCF equity, která má jako jediná ekonomický smysl při odhadu hodnoty podniku, u kterého nejsou evidovány/modelovány k datu ocenění a v budoucnosti žádné úročené cizí zdroje. I u takového podniku je matematicky možné počítat všechny varianty DCF, u variant entity a APV nicméně vypočtené H_b splývá vzhledem k nulovým úročeným dluhům s H_n , popř. na úrovni hodnoty brutto nemá žádný vliv současná hodnota daňových štítů, jež je rovněž nulová. Náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra) $WACC$ jsou rovny nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení. Variantní propočet u podobných podniků je tak pouhou fikcí a každá z variant modelu DCF směřuje přímo k variantě equity bez ohledu na to, jak je pojmenována.

Vymezení pokračující hodnoty

Důležitou veličinou, kterou je v rámci uvedených vzorců potřeba blíže definovat, je pokračující hodnota, v každé z metod stanovená poněkud odlišným způsobem zohledňujícím výše uvedenou rozdílnost bezprostředních výsledků jednotlivých metod (když pokračující hodnota není ničím jiným než odhadem budoucí hodnoty podniku na úrovni dané variantou modelu DCF k počátku druhé fáze).

V případě metody DCF entity je vzorcem pro její určení:

$$PH_b = \frac{KPVH_T(1+g)(1-\frac{g}{r_I})}{WACC_{T+1} - g}$$

kde

$KPVH_T$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce T
 r_I rentabilita investic netto

Pro variantu DCF equity je možné určit pokračující hodnotu dle vztahu:

$$PH_n = \frac{KPVH_T(1+g)(1-\frac{g}{r_I}) + CK_T(g - n_{CKT+1}(1-d_{T+1}))}{n_{VK(z)T+1} - g}$$

Ve variantě DCF APV pokračující hodnota obsahuje dvě části výše uvedeného vzorce, když je tvořena pokračující hodnotou brutto za předpokladu nulového zadlužení podniku a dále též hodnotou daňových štítů k počátku druhé fáze:

$$PH_b = \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} + \frac{CK_T n_{CKT+1} d_{T+1}}{n_{CKT+1} - g} = \frac{KPVH_T (1+g)(1-\frac{g}{r_l})}{n_{VK(n)T+1} - g} + DS_T = PH_{b(n)} + DS_T$$

kde

DS_T současná hodnota řady budoucích daňových štítů k počátku roku $T + 1$

$PH_{b(n)}$ pokračující hodnota brutto nezadlužená

Parametry pokračující hodnoty

Základními parametry pro určení pokračující hodnoty, které nelze přímo bez dalšího komentáře použít z posledního roku zpracovaného finančního výhledu, jsou:

- samotná délka první fáze, resp. začátek druhé fáze,
- tempo růstu ve druhé fázi g ,
- rentabilita investic netto ve druhé fázi r_l .

Délku první fáze je možné v rámci výnosového ocenění stanovit na základě více kritérií, z nichž:

- délka podnikových plánů je to nejméně vhodné, v případě samostatného sestavení finančního výhledu zpracovatelem navíc i nerelevantní, vhodnějšími kritérii jsou
- období, po které bude podnik tvořit ekonomickou hodnotu,
- zohlednění fáze životního cyklu podniku či
- dosažení rovnovážného stavu podniku.

Zřejmě stěžejním kritériem je poslední, které by zároveň mělo reflektovat kritéria předchozí. Dosažením stavu rovnováhy je myšleno, s ohledem na sestavení finančního výhledu na bázi generátorů hodnoty, stabilizování veličin vycházejících z těchto generátorů – tedy ziskové marže, obratu kapitálu, jeho rentability, podílu na trhu, růstu tržeb atd.

Terminální hodnota podniku s omezenou životností

V případě podniku s omezenou životností není odhadována pokračující hodnota, tedy hodnota podniku k počátku druhé fáze na bázi předpokladu dalšího nekonečného stabilizovaného vývoje (zjednodušeně kapitalizace peněžního toku v druhé fázi), ale terminální nebo residuální hodnota pomocí jiných oceňovacích metod. Těmi dle literatury mohou být:

- likvidační ocenění – simulace likvidace podniku na konci omezené/plánované životnosti,
- tržní ocenění – exit value stanovená ke konci modelovaného období odhadem prodejní ceny zbytkového podniku (jde-li o funkční celek) např. prostřednictvím násobitele P/E či P/BV popř.
- jiné méně vhodné metody jako je substanční či účetní hodnota.

Ocenění podniku s omezenou životností je v takovém případě složeno z diskontovaných peněžních toků první fáze (doby do konce životnosti podniku) a diskontované terminální hodnoty odhadnuté ke konci životnosti podniku některým alternativním způsobem.

Příloha 22: Metoda srovnatelných podniků

Metoda srovnatelných podniků, nebo též metoda kapitálových trhů, předpokládá získání podkladů pro ocenění z informací o společnostech obchodovaných na světových burzách. Myšlenka odvození hodnoty oceňovaného podniku jakožto násobku určité hlavní finanční veličiny získané ze známých ocenění obdobných podniků je stejná jako v případě metody srovnatelných transakcí (v této metodě jsou zdrojem dat informace o proběhlých fúzích a akvizicích). Jiná je ovšem kategorie hodnoty, když v případě srovnatelných podniků jsou zdrojovými daty (násobiteli) oceněny typicky minoritní podíly veřejně obchodovaných společností, což vyvolává potřebu zohlednit faktory obchodovatelnosti a velikosti oceňovaného podílu (viz dále).

Výběr peer group, zdrojová data

Základní skupina společností vybraných pro porovnání s oceňovaným podnikem odpovídá sektorovému rozdělení společností registrovaných informačním systémem Bloomberg (viz přehled základních informací o každé společnosti v systému Bloomberg – funkce *DES*), konkrétně klasifikaci GICS (Global Industry Classification Standard).

V rámci jsou za peer group vybrány pouze společnosti působící ve vyspělých zemích (Severní Amerika, Evropa, Austrálie), když u společností z jiných regionů předpokládá zpracovatel obecně výrazněji odlišný rizikový profil (rovněž v případě využití dat prof. Damodarana bývají dle zkušeností zpracovatele nejčastěji používány databáze geograficky omezené buď na USA nebo Evropu).

Seznam těchto společností je uveden v příslušné příloze ocenění včetně údajů o jejich relativním ocenění (násobitelů). Uvedené čtyři varianty násobitelů pro každý z nich odpovídají hodnotám vypočteným pro poslední finanční rok, k němuž se vztahuje nebo který předchází rozhodný den ocenění. První varianta u každého násobitele odpovídá hodnotě pro konec roku. Tato varianta (na úrovni netto, P) je vypočtena z poslední ceny akcie v daném období, která je v případě tokové veličiny dělena součtem konkrétní veličiny na akcii, získaným z finančních reportů za posledních dvanáct měsíců (12M trailing EPS atd.), v případě stavové veličiny (BVPS) je hodnota získána z posledního finančního reportu zveřejněného před rozhodným dnem pro ocenění. Na úrovni brutto (EV) jsou ukazatele děleny absolutní velikostí dané veličiny za posledních 12 měsíců (12M Sales, EBITDA, EBIT atd.), číselník je pak součtem opět absolutních hodnot použitých veličin (tržní kapitalizace a položky rozvahy použité k propočtu enterprise value).

V případě ukazatelů na úrovni brutto (EV) je nutné zohlednit, že agentura Bloomberg neposkytuje výsledek, je-li ať číselník nebo jmenovatel násobitele záporný.

Ostatní varianty každého ukazatele odpovídají průměru, maximu a minimu dosaženému v průběhu definovaného období. Pro interpretaci výsledků je nutné pochopit způsob výpočtu, tedy v průběhu roku se mění jak číselník (především cena akcie a z ní odvozená kapitalizace, ale i dle posledních zveřejněných pololetních/kvartálních výsledků hodnoty převzaté z rozvahy v případě ocenění na úrovni brutto = enterprise value), který pak vychází ze závěrečné ceny v daném obchodním dni (closing price), tak i jmenovatel (opět počítaný u tokových veličin jako součet posledních dvanácti měsíců či vycházející u stavových veličin z posledního zveřejněného finančního reportu).

Veličiny, s nimiž agentura Bloomberg pracuje, jsou definovány následovně:

- *EV* je součtem tržní kapitalizace, prioritních akcií, menšinových podílů a úročeného dluhu očištěným o peněžní prostředky a ekvivalenty,
- *BV* je vlastní kapitál bez preferenčních akcií či menšinových podílů,
- *EBITDA* je součtem provozního zisku a odpisů,
- *EBIT* je synonymem pro provozní zisk,

- S jsou výnosy očištěné především o nepokračující činnosti a vnitropodnikové tržby, možné jsou i další redukce.

Samotná náplň jednotlivých položek se rovněž může lišit dle účetních standardů platných v konkrétní zemi, byť reporting veřejně obchodovaných společností na různých trzích podléhá trendu stále větší unifikace.

Diskonty a prémie v metodě srovnatelných podniků

V případě ocenění neobchodovaného podniku na základě dat z kapitálového trhu je podstatné zohlednit v zásadě dvě další skutečnosti – vliv obchodovatelnosti na cenu podniku a velikost obchodovaných podílů. Předpokládat přitom lze, že za jinak stejných podmínek je hodnota podniku neobchodovaného menší než obchodovaného. Druhým faktorem je skutečnost, že tržní ceny akcií na burze odpovídají poslednímu obchodu zpravidla provedenému s velmi malým podílem na základním kapitálu.

Prémie za kontrolu není v ocenění aplikována. Faktorem hovořícím pro nepoužití prémie za kontrolu je v literatuře popisovaná praxe z vyspělých kapitálových trhů (které byly zároveň vybrány v rámci selekce peer group eliminací méně vyspělých trhů Asie, Jižní Ameriky, Afriky), konkrétně skutečnost, že od 90. let jsou ceny minoritních akcií obchodovaných na těchto vyspělých trzích přibližně shodné, jako ceny akcií prodávaných v rámci kontrolních balíků (viz MAŘÍK 2011, kapitola 16.2). V takovém případě je obchodovaná minorita oceněna stejně jako neobchodovaná majorita a použití prémie za kontrolu v přepočtu ocenění z násobitelů z kapitálového trhu na ocenění neobchodované společnosti se stává alespoň z části neodůvodněným.

Zdrojem kontrolní prémie mohou nadále být synergie konkrétního kupujícího, iracionalita atd., tedy faktory odporující vymezení tržní resp. objektivizované hodnoty.

Diskont za omezenou obchodovatelnost dle studií restricted stocks

Období	Studie	Počet transakcí	Průměrný diskont
1/66 – 6/69	SEC Institutional Investor	398	25,8%
1/68 – 12/70	Milton Gelman	89	33,0%
1/68 – 12/72	Robert Trout	60	33,5%
1/68 – 12/72	Robert Moroney	148	35,6%
1/69 – 12/73	Michael Maher	33	35,4%
10/78 – 6/82	Standard Research Consultants	28	45,0%
1/81 – 12/88	William Silber	69	33,8%
1/79 – 4/92	FMV Opinions, Inc.	> 100	23,0%
1/80 – 12/96	Management Planning, Inc.	53	27,1%
1/91 – 12/95	Bruce Johnson	70	20,0%
1/96 – 4/97	Columbia Financial Advisors	23	21,0%
5/97 – 12/98	Columbia Financial Advisors	15	13,0%
1/90 – 12/95	Bajaj, Denis, Ferris, Sarrin	88	22,2%

Zdroj: PRATT, SHANNON P.: *Business Valuation Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, Inc., 2001 (MAŘÍK 2007)

Nicméně relevantním faktorem zůstává v případě společností vůbec neobchodovaných, popř. obchodovaných na méně vyspělých trzích, přerozdělení mezi majoritním a minoritními akcionáři. Toto má za následek v případě použití zdrojových dat (násobitelů) z vyspělého kapitálového trhu oprávněné použití diskontu za minoritu, a to nad rámec dále popsáno

diskontu za omezenou obchodovatelnost. Tento diskont za minoritu může být řešen v rámci konečného kroku ocenění i u jiných metod oceňování.

V první kroku propočtu je tedy minimálně možné zohlednit omezenou obchodovatelnost podílu v nekótované společnosti, je-li tento oceňován na základě dat výhradně čerpaných z kapitálového trhu. Výše uvedený přehled studií ukazuje, že určení výše diskontu nicméně není snadnou záležitostí. Bez dalších možností posouzení kvality jednotlivých studií, s ohledem na jejich zastaralost a s ohledem na účel nalezení objektivizované hodnoty, která by měla čerpat uznávané tržní údaje v maximální míře, lze jako diskont použít medián uvedených čtrnácti hodnot. Ten činí 27,1 % a nachází se zároveň přibližně vprostřed rozmezí pásma 20 – 35 %, které lze v případě uvedené množiny studií určit za základní po odečtení nejvyšší a nejnižší extrémní hodnoty premie. Toto pásmo může být zároveň základem pro faktorový odhad diskontu (viz MAŘÍK 2011).

Příloha 23: Náklady kapitálu ve výnosovém ocenění

Mimo bezprostředního výsledku ocenění (hodnota podniku brutto – zadlužená, popř. nezadlužená, či hodnota podniku netto) se varianty metody DCF či EVA popsané v kapitole obsahující výčet metod oceňování (entity, equity, APV) liší peněžními toky, které jsou na dané úrovni použity a jim odpovídajícími náklady kapitálu. Pro zajištění shodnosti výsledků všech variant metody DCF, EVA bývají uvedené náklady kapitálu určeny následujícím způsobem:

$$WACC = \frac{CK}{K} \cdot n_{CK} \cdot (1 - d) + \frac{VK}{K} \cdot n_{VK(z)}$$

kde

$WACC$	průměrné vážené náklady kapitálu
CK	cizí kapitál v tržní hodnotě
VK	vlastní kapitál v tržní hodnotě
K	investovaný kapitál
n_{CK}	náklady cizího kapitálu
$n_{VK(z)}$	náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení
d	sazba daně z příjmů

Zmíněné náklady vlastního kapitálu při dané úrovni zadlužení $n_{VK(z)}$ jsou vypočteny z nákladů vlastního kapitálu při zadlužení nulovém $n_{VK(n)}$ např. prostřednictvím tzv. univerzální reagenční funkce ve tvaru:

$$n_{VK(z)t} = n_{VK(n)} + (n_{VK(n)} - n_{CKt}) \cdot \frac{CK_{t-1}}{VK_{t-1}} - \frac{DS_{t-1} \cdot (n_{VK(n)} - n_{DS})}{VK_{t-1}}$$

kde

$n_{VK(n)}$	náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
DS	současná hodnota budoucích daňových štítů
n_{DS}	náklady daňového štítu v intervalu n_{CK} až $n_{VK(n)}$

Ze vzorců je patrné nezbytné určení podílů jednotlivých složek kapitálu, a to v tržních hodnotách. To je provedeno prostřednictvím reagenční funkce sladěním vstupní a vypočtené kapitálové struktury, když počáteční vstupní struktura kapitálu před první iterací může být obecně zadána jakákoli. Dále je nezbytné stanovit cenu (výnos, úrokovou míru) jednotlivých složek kapitálu, tedy n_{CK} , $n_{VK(n)}$, popř. n_{DS} .

Náklady cizího kapitálu a daňových štítů

Náklady na cizí kapitál bývají propočteny jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb placených z nejručnějších forem cizího kapitálu. Efektivní sazbu je možné vypočíst dle obecného vzorce pro výpočet výnosu do doby splatnosti dluhu.

Tento výpočet je použitelný v případech pevně stanovených úroků a v situaci, kdy je výše závazku rovna jeho tržní hodnotě. To platí obvykle v situaci, kdy tržní úroková míra odpovídá nominální úrokové míře z daného dluhu, popř. dluh má vysokou bonitu a nehrozí jeho selhání.

V případě nerovnosti sjednané a tržní úrokové míry, popř. slabé bonity dluhu a riziku jeho nesplacení, jsou náklady cizího kapitálu odvozovány z tržních dat tak, že je známá bezriziková sazba zvýšena o odhadnutou rizikovou prémii odpovídající rizikovosti konkrétního úročeného závazku. Tato riziková premie bývá odhadována např. na základě orientačního určení ratingu oceňovaného podniku a jeho závazků. Zjednodušený propočet tohoto ratingového hodnocení je založen např. na hodnocení ukazatelů úrokového krytí. Metodiku rozpracoval prof. Damodaran, obsahuje ji i tuzemská literatura (MAŘÍK 2007).

Náklady daňových štítů využívané v rámci výše popsané univerzální reagenční funkce mohou být stanoveny kdekoli v intervalu ohraničeném náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (v tomto parametru se uvedený propočet odlišuje od jiných reagenčních funkcí, v nichž náklady daňových štítů odpovídají buď nákladům cizího kapitálu – jsou-li daňové štíty považovány za relativně jisté, nebo nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení – jsou-li daňové štíty považovány za nejisté).

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení jsou v tuzemské praxi (v případě odhadu tržní či objektivizované hodnoty podniku) obvykle stanovovány pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), často dle základního vztahu (popř. jeho modifikací, viz dále):

$$n_{VK(n)} = r_f + \beta_n \cdot RPT + RPZ + R_1 + \dots + R_n$$

kde

r_f bezriziková míra

β_n koeficient beta nezadlužený

RPT riziková premie trhu

RPZ riziková premie země

R_x případné další pro daný podnik specifické rizikové premie (nejčastěji velikost, dále likvidita oceňovaného podniku, popř. míra nejistoty jeho finančního výhledu)

Výše uvedený vzorec je převzat z literatury MAŘÍK 2007.

Blíže rozvést je možno rizikovou premii země, která je rovna součinu tzv. rizikové sazby země a poměru volatilit akciového a dluhopisového trhu zvýšenému o rozdíl v inflačních očekáváních mezi zemí (x), z jejíhož kapitálového trhu jsou další vybrána data pro kalkulaci nákladů vlastního kapitálu (bezriziková sazba a riziková premie trhu), a Českou republikou, v níž se nachází oceňovaný podnik, resp. jeho vlastník, z jehož pohledu je ocenění provedeno.

$$RPZ = RSZ \cdot \frac{\sigma_A}{\sigma_D} + (\pi_x - \pi_y)$$

kde

RSZ riziko selhání země

σ volatilita trhu měřená směrodatnou odchylkou, kde A značí akcie, D značí dluhopisy

π očekávaná míra inflace, kde x značí tuzemský trh, y trh, z nějž jsou čerpány ostatní složky modelu

Příloha 24: Sporné body nákladů vlastního kapitálu

Náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení jsou často (pravděpodobně dokonce nejčastěji) napadanou částí tuzemských znaleckých posudků, když v praxi nepanuje shoda jak ohledně konkrétní podoby výše uvedeného vzorce (modelu CAPM), tak ohledně dat, jimiž je tento vzorec naplněn.

Diskutovanými kritickými body jsou především:

- samotná metoda odhadu nákladů vlastního kapitálu (CAPM s rizikovou prémie země, jiná varianta modelu CAPM),
- bezriziková sazba:
 - trh, z něhož je brána (ČR, zahraničí – typicky USA),
 - úroveň bezrizikové sazby (aktuální hodnota k datu ocenění, historický průměr),
 - použitý dluhopis (desetiletá splatnost, delší; stejná doba do splatnosti v obou fázích modelu, diferencovaná atd.)
- riziková premie trhu (průměr geometrický, aritmetický),
- riziková premie země:
 - násobení této premie koeficientem beta podobně jako v případě rizikové premie trhu,
 - poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu,
 - vazba na bezrizikovou sazbu,
- specifické přírážky (jejich použití s ohledem na hledanou kategorii hodnoty).

Empirická studie českých posudků

Empirickou studii konstrukce nákladů vlastního kapitálu v tuzemské praxi představil PODŠKUBKA 2012 na datech z posudků vložených do Sbírky listin v průběhu roku 2009. Jeho závěry jsou následující:

- CAPM s rizikovou prémie země je českými znalci nejčastějším používaným modelem (60,7 % z relevantních 183 zkoumaných posudků),
- většina znalců koeficientem beta násobí pouze rizikovou premii kapitálového trhu, jejich podíl PODŠKUBKA neuvádí,
- zdrojem dat pro odhad parametrů nákladů vlastního kapitálu jsou nejčastěji USA (57,9 %) – uvedenými parametry jsou myšleny zvláště údaje o beta koeficientu, rizikové premii trhu a rizikové sazbě země,
- koeficient beta bývá nejčastěji určen metodou analogie na úrovni průměru odvětví (54,1 %) z databáze prof. Damodarana, možný je průměr více odvětví,
- bezriziková úroková míra je nejčastěji používána česká (47,5 %), druhou nejčastější je americká (27,9 %) – v empirické studii je následně diskutována nutnost vypustit v případě použití české bezrizikové míry inflační diferencál z konstrukce rizikové premie země,
- splatnost bezrizikové míry bývá nejčastěji 10 let (37,7 %), ale časté je použití i jiných měr, obvykle dlouhodobých, což je v souladu s doporučeními odborné literatury, splatnost nad 20 let používá cca čtvrtina znalců (2,7 % přesně 20 let, 21,3 % více než 20 let), další čtvrtina ji neuvádí (23,5 %),
- průměr rizikové premie trhu bývá často geometrický (27,9 %), ovšem většina znalců tuto skutečnost neuvádí nebo není z posudků patrná, aritmetický průměr používá prokazatelně jen 6 % českých znalců,
- specifické přírážky bývají nejčastěji aplikovány za malou společnost; jsou-li použity, většinou je odhaduje sám znalec (50,3 %),
- přepočet nákladů vlastního kapitálu přímo pomocí reagenčních funkcí znalci v České republice v roce 2009 ještě příliš neovládali, nejčastější praxí bylo zohlednění zadlužení podniku nepřímo přepočtem koeficientu beta (44,3 %), byť je tato praxe problematická (výsledky variant equity, entity a APV téhož výnosového modelu se nemusejí rovnat).

Násobení rizikové premie země koeficientem beta

Problematikou konkrétního bodu, kterým je násobení rizikové prémie země koeficientem beta, se zabývali ve svém článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014. Ti v návaznosti na literaturu prof. Damodarana diskutují tři varianty konstrukce základního modelu (pro zjednodušení nejsou v modelu zobrazeny specifické prémie):

První varianta: $n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ$

Druhá varianta: $n_{VK} = r_f + \beta \cdot (RPT + RPZ)$

Třetí varianta: $n_{VK} = r_f + \beta \cdot RPT + \lambda \cdot RPZ$

kde je nově

λ koeficient zachycující vliv rizika země na daný podnik

Třetí varianta vnáší do modelu nový koeficient, přičemž se výsledek této varianty od první liší v případech, kdy koeficient λ není roven jedné, v situaci kdy $\lambda = 1$, jsou výsledky první a třetí varianty totožné.

MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 k jednotlivým variantám uvádějí:

- *jednoznačné obecné kritérium, který z uvedených modelů použít, není k dispozici, ani z komentářů prof. Damodarana není rozhodně možné říci, že některý z těchto postupů je nejvhodnější,*
- *nejčastěji je v našich podmínkách, alespoň podle našeho názoru, používán první model (pozn. viz četnost této praxe zmíněná i ve studii PODŠKUBKA),*
- *druhá varianta ..., kdy je riziko země násobeno koeficientem beta, je alespoň podle našich zkušeností využíváno spíše trochu ze spekulativních důvodů, zejména v případech, kdy je koeficient beta menší než jedna a příjemce ocenění má zájem na co nejvyšším ocenění,*
- *obecně možno říci, že nejvhodnější je asi třetí model, kde by mohla být riziková prémie země snížena pomocí koeficientu lambda u výrazněji exportně orientovaných podniků ... Zde bychom ale doporučovali zatím pro jednoduchost použít spíše jednoduchý podíl domácích a exportních tržeb na tržbách celkem jen v rámci oceňovaného podniku ... V každém případě při tomto přístupu se bude u podniku s nízkým podílem vývozu lambda blížit jedné a model se opět přemění v první variantu, kde je riziko země přičítáno v plné výši.*

Česká bezriziková míra a riziková prémie země

Článek MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 dále řeší ještě jeden problematický bod, který zmiňuje rovněž PODŠKUBKA 2012. Jedná se o problematiku použití české bezrizikové sazby v kontextu rizikové prémie země, která je při použití zahraniční bezrizikové sazby standardně počítána jako násobek rizika selhání země, podílu volatilit akciového a dluhopisového trhu a dále upravována o inflační diferenciál, tak jak je uvedeno výše v rovnici čerpané z literatury MAŘÍK 2007.

V české praxi časté používání české bezrizikové sazby vyvolává nutnost úpravy modelu na úrovni rizikové prémie země. Tuto úpravu navrhl BUUS a je citována v internetové podpoře k literatuře MAŘÍK 2007¹⁶. Při použití českého bezrizikového výnosu je model rizikové sazby země následující:

$$RPZ = RSZ \cdot \left(\frac{\sigma_A}{\sigma_D} - 1 \right)$$

Model je v internetové podpoře popsán jako druhá metodicky čistá varianta modelu rizika země, a to pro případy kdy oceňovatel používá bezrizikovou míru z České republiky. Varianta je rovněž

¹⁶ Dostupné na webu http://nb.vse.cz/~marik/Pu_Metody1_2.htm

popsána v novém vydání MAŘÍK 2018. Od podílu volatilit je odečtena část připadající na dluhové financování, která je v dané variantě obsažena již v bezrizikové sazbě.

Za jinak stejných podmínek by vedl tento model k nižší hodnotě rizikové premie země. PODŠKUBKA nicméně diskutuje nutnost vypuštění inflačního diferenciálu, který zde již proti výše uvedenému vzorci nefiguruje.

O vypuštění tohoto prvku modelu se nepřímo zmiňuje i zmiňovaný BUUS 2010 v článku „*Denominace bezrizikového aktiva při oceňování*“, když shrnuje článek slovy: *Tak se ukazuje i volba bezrizikového aktiva coby českých státních dluhopisů pro ocenění českého podniku vhodnější, nežli použití státních dluhopisů s ratingem AAA (současná praxe často vychází z dluhopisů USA) s úpravou o očekávaný inflační diferenciál.*

Doba do splatnosti a bezriziková míra pro různé fáze modelu

Možnost kombinace české bezrizikové míry s americkými premii s odkazem na modifikaci modelu CAPM navrženou BUUSEM potvrzují MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ rovněž v článku „*Slabší místa v ocenění českých podniků – 2. část*“ z roku 2011, v němž nicméně přidávají ještě doporučení ohledně doby do splatnosti bezrizikové míry: „*Bezrizikovou výnosovou míru doporučujeme kalkulovat na základě výnosu do doby splatnosti k datu ocenění dlouhodobých státních dluhopisů. Dlouhodobými státními dluhopisy rozumíme dluhopisy s dobou splatnosti mezi 20 – 50 roky. Pokud použijeme dluhopisy s kratší životností, je třeba odhadnout výnos do doby splatnosti u dluhopisů, do kterých bude investor investovat po skončení životnosti první sady dluhopisů. Pokud životnost první sady dluhopisů převyšuje předpokládanou délku první fáze, doporučujeme spočítat průměrnou výnosnost z výnosnosti dluhopisů první sady a výnosnosti druhé sady, tedy dluhopisů, do kterých bude investováno po skončení doby do splatnosti první sady dluhopisů.*“

Podobné doporučení obsahuje i základní literatura MAŘÍK 2011, která rozlišuje dva základní přístupy:

- použití výnosu do doby splatnosti desetiletých státních dluhopisů. Po jejich splatnosti je nutné provedení prognózy, zřejmě na odhadu průměrné výnosnosti státních dluhopisů s dobou do splatnosti 20 a více let počítané z minulých průměrů.
- použití státního dluhopisu s co nejdelší dobou do splatnosti tzn. minimálně 20, případně 30 nebo 50 let. Přednost dává MAŘÍK 2011 dluhopisům co nejdelším (30 nebo 50 let), pokud jsou obchodovány v dostatečném rozsahu.

První z uvedených možností je v praxi častější, jak ukazují výsledky empirické studie PODŠKUBKA. Tato skutečnost je v tuzemských podmínkách zřejmě ovlivněna likviditou trhu Českých státních dluhopisů, když emise se splatností delší než 10 let nejsou příliš časté, viz statistiky dluhopisového trhu.

Podíl volatility akciového a dluhopisového trhu

Nad rámec základní literatury jako je MAŘÍK 2007, popř. web prof. Damodarana, je v uvedeném článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 řešen ještě jeden prvek modelu CAPM, resp. rozkladu rizikové premie země, a to poměr volatilit akciového a dluhopisového trhu. Ten prof. Damodaran v konstrukci rizikové premie země standardně (bez ohledu na konkrétní zemi) používal v minulosti v hodnotě 1,5, která nemá oporu v empirických datech. Sám prof. Damodaran ji na svém webu označoval za jakýsi globální průměr.

Na to upozorňuje již MAŘÍK 2007 s tím, že hodnota je pouze orientační a pro český trh je patrná tendence k vyšším hodnotám, cca 2,8. V článku MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 je k dispozici potvrzení specifických hodnot pro Český trh na základě několika nových studií:

- RAJDL, J., výzkumná studie 2006 2,80
- NOVOTNÝ, T., diplomová práce 2014 2,90
- DAMODARAN, A., Equity Risk Premiums 2011 4,60
- DAMODARAN, A.: Risk Premiums for Other Markets 2013 – 2014 2,00

Článek MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2014 ve věci poměru volatilit končí doporučením: *V současné době je tedy podle našeho názoru Damodaranův model rizika země vhodný pro použití v naší praxi. Doporučujeme ale začít více využívat vyšší poměr směrodatných odchylek výnosnosti akcií a dluhopisů propočtený skutečně z českých dat místo univerzální hodnoty 1,5.*

V MAŘÍK 2018 je doporučení opustit paušální násobek 1,5 opakováno. Citována je opět studie RAJDL s poměrem volatilit cca 2,8 a posun v prezentaci dat ze strany prof. Damodarana, který rovněž začal počítat poměry volatilit pro jednotlivé země. V excelovských sestavách *Risk Premiums for Other Markets* je tak od roku 2013 obsažen list *Equity vs Govt Bond vol*, dle kterého je poměr volatility akciového a dluhopisového trhu pro ČR v roce:

- 2018 2,80
- 2017 (Jun 16) 2,80
- 2016 (Jun 15) 2,12
- 2015 2,12
- 2014 1,97
- 2013 1,97

Příloha 25: Provozní zisková marže zdola

Základní model ziskovosti, provozní zisková marže shora, je doplněn o dílčí předpoklady jednotlivých nákladových položek. Tzv. zdola je tedy zisková marže modelována na základě předpokladů o významnosti jednotlivých položek nákladů (a výnosů) vzhledem k tržbám.

Základními položkami jsou přitom:

- spotřeba materiálu a energie,
- služby,
- osobní náklady.

Přímá spotřeba

Spotřeba materiálu a energie (v tisících CZK)

	2015	2016	2017	VII-18
Spotřeba materiálu	10 948	4 959	3 147	1 758
<i>z toho ostatní materiál</i>	<i>8 150</i>	<i>1 597</i>	<i>547</i>	<i>484</i>
Energie	793	952	965	482
Voda	194	205	201	166
Spotřeba materiálu a energie celkem	11 936	6 116	4 314	2 406

Zdroj: účetní závěrky, předvahy

Spotřeba materiálu a energie není nejvýznamnější skupinou nákladů společnosti. V čase šlo dlouhodobě o nákladovou skupinu poměrně stabilní, i když docházelo k nepatrnému růstu nákladovosti. Výjimkou bylo období kolem roku 2015, kdy došlo ke skokovému růstu nákladů v absolutním i relativním vyjádření (tzn. ve vztahu k tržbám). Absolutně vzrostl objem nákladů z cca 4 na téměř 12 milionů CZK, relativně z 10 % na zhruba 20 % tržeb, které v roce 2015 navíc zaznamenaly rekordní hodnotu. Zjevnou příčinou byl jednorázový projekt návrhu, výroby a dodávky zkušebního zařízení pro vysoké školy a univerzitní centra, který měl výrazně odlišnou nákladovou strukturu ve srovnání s běžnými tržbami společnosti. Na úrovni přímé spotřeby se tento projekt projevil spotřebou ostatního materiálu, která činila částku cca 8 milionů CZK, tedy uvedený rozdíl mezi 4 a 12 miliony CZK normální a nestandardní výše přímé spotřeby. V roce 2017 již byla úroveň spotřeby materiálu stabilizovaná a absolutní nákladovost se vrátila k hodnotě cca 4 milionů CZK.

Spotřeba materiálu a energie – podíl na tržbách

	2015	2016	2017	VII-18
Spotřeba materiálu	18,7%	9,7%	6,7%	6,2%
<i>z toho ostatní materiál</i>	<i>13,9%</i>	<i>3,1%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,7%</i>
Energie	1,4%	1,9%	2,1%	1,7%
Voda	0,3%	0,4%	0,4%	0,6%
Spotřeba materiálu a energie celkem	20,3%	11,9%	9,2%	8,5%

Zdroj: účetní závěrky, předvahy

Do budoucna zpracovatel předpokládá nákladovost této skupiny poblíž hodnot patrných před realizací popsaného jednorázového projektu, resp. po ní. Tzn. pod úrovní 10 %, když spotřeba energie a vody má relativně fixní charakter a s růstem tržeb se bude jejich nákladovost mírně snižovat, spotřeba samotného materiálu by pak měla odpovídat dlouhodobě normální úrovni kolem 6 % tržeb.

Služby

Dlouhodobě významnější skupinou nákladů jsou služby. Ve sledovaném cca patnáctiletém období v případě služeb docházelo k postupnému mírnému poklesu nákladovosti, výjimkou byl rok 2008 a především období mezi lety 2015 – 2017. V tomto období narostl význam služeb jak v relativním, tak vzhledem k souběžnému růstu tržeb především v absolutním vyjádření. V letech 2010 – 2014 činil roční objem služeb částku 6 – 6,5 milionů CZK, v roce 2017 tato vzrostla razantně až na 13,5 milionů CZK.

Spotřeba služeb (v tisících CZK)

	2015	2016	2017	VII-18
Opravy a udržování	2 260	3 132	8 231	483
<i>z toho opravy budov</i>	1 923	2 914	7 782	443
Cestovné	324	366	408	214
Reprezentace	141	128	185	42
Ostatní služby	5 946	6 113	4 683	2 585
Služby celkem	8 671	9 739	13 507	3 323

Zdroj: účetní závěrky, předvahy

Předchozí tabulka ukazuje, že příčinou růstu byly opravy dlouhodobého majetku, které jsou rovněž citovány ve výročních zprávách společnosti. Bez uvedených oprav by i v letech 2015 – 2017 činil objem služeb částky kolem 6 – 7 milionů CZK, tedy obdobné jako v předcházejících letech.

Mimo opravy jsou náklady na služby relativně mírné, cestovné ani náklady na reprezentaci nejsou významné, jejich objem v posledních letech je vesměs fixní. Ostatní služby tvoří široká paleta položek, z nich významnější je např. nájemné prostor v Praze, technické poradenství, externí kooperace, náklady spojené s akreditací atd., tzn. položky provozní povahy.

Podíl služeb na tržbách

	2015	2016	2017	VII-18
Opravy a udržování	3,9%	6,1%	17,6%	1,7%
<i>z toho opravy budov</i>	3,3%	5,7%	16,6%	1,6%
Cestovné	0,6%	0,7%	0,9%	0,8%
Reprezentace	0,2%	0,2%	0,4%	0,1%
Ostatní služby	10,1%	11,9%	10,0%	9,2%
Služby celkem	14,8%	19,0%	28,9%	11,8%

Zdroj: vlastní propočet

V dalších letech zpracovatel předpokládá, že:

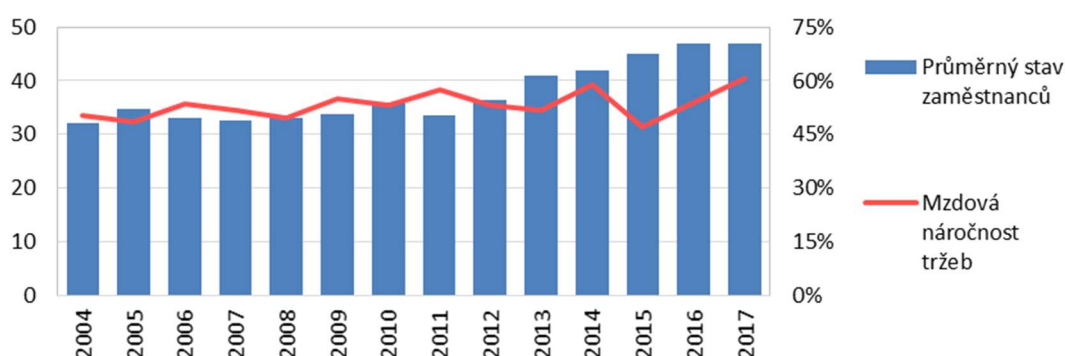
- s ohledem na vypracovaný plán investic a oprav potrvá i v nejbližších letech plánu období zvýšených oprav dlouhodobého majetku, byť toto není na dosavadních výsledcích v průběhu roku 2018 patrné, nákladovost služeb pro roky 2018 – 2019 tak významně překoná historické období, i následující roky výhledu, neměla by nicméně dosáhnout extrémní hodnoty roku 2017 (plán nákladů na opravy pro rok 2018 společnost vyčíslila na cca 4,7 milionů CZK, proti 7,8 milionům CZK v roce 2017), v uvedených dvou letech tak zpracovatel kalkuluje nákladovost kolem 20 % tržeb, v souvislosti s těmito opravami budou ve stejném období zrušeny stávající rezervy,
- v delším období nákladovost služeb klesne, když se mohou projevit jednak fixní položky zahrnuté v celé nákladové skupině (např. nájem apod.), především je ale dále modelována investiční aktivita přímo ve formě pořízování dlouhodobého majetku a jeho odepisování,

tedy ne ve formě oprav účtovaných v běžném období. Dlouhodobé nákladovost by se dle zpracovatele měla pohybovat kolem 12 – 13 % tržeb.

Osobní náklady

Zdaleka nejvýznamnější nákladovou skupinou oceňované společnosti jsou osobní náklady. Jejich nákladovost ve vztahu k tržbám se pohybuje setrvale po celé sledované období mezi 50 – 60 %, mimo toto pásmo klesla v roce 2015, kdy společnost zaznamenala rekordní tržby, naopak v roce 2017 při poklesu tržeb uvedené pásmo převýšila, když se projevil předchozí rostoucí počet zaměstnanců, jímž společnost reagovala na již zaznamenaný růst tržeb, tak na skutečnost, že aktuální investice směřují do rozšiřování kapacit provozu.

Podíl osobních nákladů na tržbách



Zdroj: Vlastní propočet

Ze srovnání s lokální konkurencí vyplývá, že mzdová úroveň v podniku odpovídá oborovým standardům. Na druhou stranu výroční zpráva za rok 2017 zmiňuje problémy s uzavřením kolektivní smlouvy a nespokojenost pracovníků se mzdovými podmínkami, která plyne z obecné situace na trhu – tedy rekordně nízké nezaměstnanosti a celkově napjaté situace na trhu práce. Z tohoto důvodu zpracovatel předpokládá, že mzdové náklady ve vztahu k tržbám budou v budoucnu převyšovat i rekordní hodnoty ze sledovaného historického období. K růstu nákladovosti dojde především v prvních letech výhledu, kdy bude muset společnost reagovat na vývoj pracovního trhu. V následujících letech může mírně rychlejší růst tržeb nad vývojem mezd toto navýšení korigovat, ale nákladovost přesto zůstane výrazněji nad 60 %.

Ostatní položky

Zbylé provozní výnosy a náklady jsou relativně marginální:

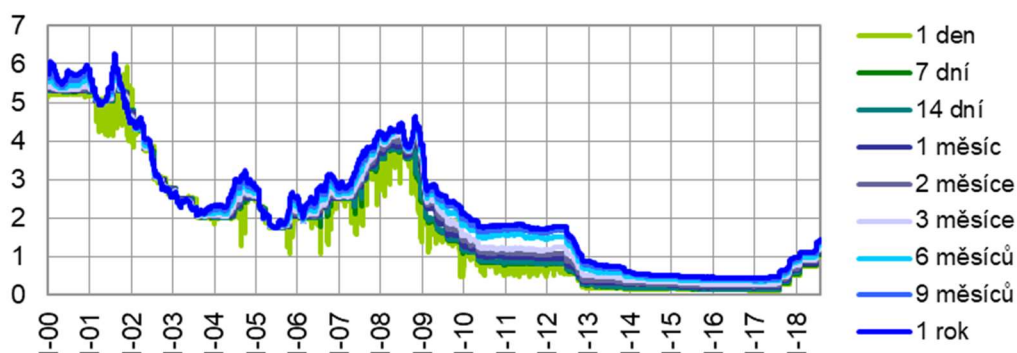
- aktivace činí ročně řádově desítky až stovky tisíc CZK a není dále modelována,
- daně společnost eviduje v ročním úhrnu řádově 100 – 150 tisíc CZK, jedná se především o daň z nemovitostí, modelována je obdobným podílem k tržbám jako doposud,
- tvorba rezerv a opravných položek je modelována s dalším generátorem hodnoty (upraveným pracovním kapitálem),
- jiné provozní náklady představují roční částku v řádu 0,25 – 0,50 milionu CZK. Jedná se o různé položky, jako jsou odpisy pohledávek, pojištění atd. Model předpokládá podobnou nákladovost jako v posledních letech,
- jiné provozní výnosy jsou opět různorodou skupinou, v posledních letech šlo např. o náhradu od pojišťovny, každoročně o PHM za soukromé jízdy, v roce 2015 o větší částku dotace, roční objem je řádově mezi 0 – 0,5 miliony CZK, v dalších letech je očekávána podobná výše, když se budou ročně opakovat soukromé jízdy, společnost žádá o granty a dotace atd.,

- ostatní finanční výnosy a náklady jsou vcelku zanedbatelné, zvláště je-li uvažováno o jejich saldu. Jedná se především o kurzové rozdíly a v případě nákladů bankovní poplatky. Modelovány jsou zjednodušeně podobnou nákladovostí, jako v posledních letech.

Nákladové úroky jsou modelovány spolu s modelem splátek úvěrů.

Model výnosových úroků je založen na odhadu mezibankovní sazby PRIBOR (dle průměru odhadů Kolokvia MF ČR aktuálního datu ocenění). Vzhledem k rozdělení krátkodobého finančního majetku na omezenou provozní a nadlimitní neprovozní část jsou výnosy související s neprovozním majetkem při modelu volných peněžních toků vyloučeny. Na výši úroků se projeví k datu ocenění již viditelný růst mezibankovních sazeb reagující na politiku ČNB.

Vývoj sazeb PRIBOR (v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zobrazení

Sazba daně z příjmu právnických osob je modelována na úrovni platné k datu ocenění, tedy ve výši 19 %.

Příloha 26: Upravený pracovní kapitál

Zásoby

Zásoby společnosti představují relativně omezenou položku pracovního kapitálu. Struktura odpovídá zaměření oceňovaného podniku. Většina zásob má povahu nedokončené výroby, materiál je relativně omezený, k těmto zásobám jsou vytvořeny opravné položky v řádu stovek tisíc CZK. V posledních letech před datem ocenění objem zásob mírně narostl, zřejmě v souvislosti s aktuálně probíhajícími projekty (viz např. zvýšení v letech 2014 a 2015, tzn. v období, po které následovalo jednorázové navýšení tržeb z titulu návrhu, výroby a dodávky zkušebního zařízení pro vysoké školy a univerzitní centra).

Struktura zásob (v tisících CZK)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Materiál	1 011	1 053	1 605	1 093	1 341	1 209	1 471	1 649	1 492
Nedokončená výroba a polotovary	2 632	3 803	3 361	1 490	4 848	5 500	4 280	5 115	5 115
Zboží	23	19	16	15	11	8	6	5	5
Zásoby brutto	3 666	4 875	4 982	2 598	6 200	6 717	5 757	6 769	6 612
Korekce zásob - materiál	383	377	384	491	319	430	368	308	308

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

V dalších letech zpracovatel předpokládá, že objem zásob ve vztahu k tržbám mírně poklesne, nebudou-li realizovány další podobně významné jednorázové projekty dodávek složitějších zařízení, které vážou nedokončenou výrobu. Pokles doby obratu ve srovnání s posledními roky předcházejícími datum ocenění se tak týká výhradně této položky. Obratovost materiálu je v čase velmi stabilní, zásoba není zásadní součástí oběžných aktiv a je modelována do budoucna na podobné úrovni jako v minulých letech.

Doba obratu zásob (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Materiál	10,5	11,8	13,9	12,2	11,1	7,8	9,4	12,0
Nedokončená výroba a polotovary	31,3	36,7	37,4	22,0	28,9	31,7	34,3	36,2
Zboží	1,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Zásoby brutto	42,9	48,7	51,5	34,4	40,1	39,6	43,7	48,2
Korekce zásob - materiál	3,9	4,3	4,0	4,0	3,7	2,3	2,8	2,6

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Dlouhodobé pohledávky

Dlouhodobé pohledávky společnost PAVUS, a.s. od roku 2013 neeviduje. V minulosti měla dlouhodobou povahu pouze marginální pohledávka z obchodních vztahů (v letech 2004 – 2012 cca 2 tisíce CZK).

Krátkodobé pohledávky

Krátkodobé pohledávky společnosti PAVUS, a.s. jsou opět méně významnou částí oběžných aktiv. Jejich hlavními skupinami jsou pohledávky z obchodních vztahů a zálohy, doplněné pohledávkami za státem, popř. jinými. Poslední dvě položky mají objem pouze v řádu stovek tisíc CZK. Korekce obchodních pohledávek jsou rovněž mírné. Samotné obchodní pohledávky členěním odpovídají tržbám společnosti, většina pohledávek je evidována za tuzemskými

odběrateli, menší část za odběrateli v EU, marginálně jiném zahraničí. K datu ocenění byla dle dodané sestavy největší pohledávka evidována vůči Českému vysokému učenému technickému v Praze. Dle sestavy odběratelé odpovídají přirozenému okruhu zákazníků společnosti, pohledávky tak dle názoru zpracovatele mají provozní charakter.

Struktura krátkodobých pohledávek (v tisících CZK)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Pohledávky z obchodních vztahů	1 677	1 166	4 063	6 467	6 264	2 660	4 755	2 427	2 345
Stát - daňové pohledávky	174	246	765	94	104	694	624	568	582
Krátkodobé poskytnuté zálohy	758	730	102	225	318	335	295	349	1 286
Jiné pohledávky	390	254	209	125	421	355	363	356	285
Krátkodobé pohledávky brutto	2 999	2 396	5 139	6 911	7 107	4 044	6 037	3 700	4 498
Korekce pohledávek - obchodních	22	233	403	871	676	246	209	229	229

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Doba obratu obchodních pohledávek významněji narostla pouze v období předcházející uzavření jednorázového projektu dodávky zkušebního zařízení pro vysoké školy v roce 2015. Před i po tomto projektu byla doba obratu poměrně nízká, v čase během celého sledovaného období nicméně mírně narůstala, což může být ovlivněno posilováním zahraničních tržeb.

Doba obratu krátkodobých pohledávek (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pohledávky z obchodních vztahů	16,5	16,2	27,3	47,8	58,0	27,4	26,0	27,6
Stát - daňové pohledávky	2,5	2,4	5,3	3,9	0,9	2,4	4,6	4,6
Krátkodobé poskytnuté zálohy	8,7	8,5	4,3	1,5	2,5	2,0	2,2	2,5
Jiné pohledávky	3,2	3,7	2,4	1,5	2,5	2,4	2,5	2,8
Krátkodobé pohledávky brutto	30,9	30,8	39,4	54,7	63,8	34,2	35,3	37,5
Korekce pohledávek - obchodních	0,1	1,5	3,3	5,8	7,0	2,8	1,6	1,7

Zdroj: vlastní odhad

Do budoucna lze dle názoru zpracovatele očekávat spíše vyšší dobu obratu obchodních pohledávek, tzn. na úrovni hodnot posledních let bez extrému ovlivněného jednorázovým projektem s tím, jak lze předpokládat pokračování zaměření společnosti i mimo tuzemský trh. Ostatní skupiny pohledávek jsou marginální a jejich obratovost je modelována na úrovni průměru minulých let.

Krátkodobý finanční majetek

V dané fázi přípravy modelu ocenění, tedy odhadu generátorů hodnoty, je modelována pouze provozně potřebná výše krátkodobého finančního majetku v podobě limitu, který bude následně porovnán s výsledkem výkazu o peněžních tocích (pro určení neprovozní části krátkodobého finančního majetku).

Limitní výše krátkodobého finančního majetku je dlouhodobě modelována dle stejného kritéria hotovostní likvidity, které bylo použito pro rozčlenění aktiv na provozně potřebná a nepotřebná v rámci podstatné části časové řady minulých výsledků hospodaření, tzn. na úrovni 80 % krátkodobých závazků. Tato výše odpovídá očekávané zvýšené investiční aktivitě v prvních letech finančního výhledu.

Časové rozlišení aktivní

Položky časového rozlišení aktivního jsou v případě společnosti PAVUS, a.s. tvořeny dlouhodobě především marginálním objemem nákladů příštích období. Od roku 2016 se

objevují i příjmy příštích období, ty mají nicméně zcela zanedbatelný objem. V rámci nákladů příštích období každoročně figuruje např. pojištění společnosti. Model těchto drobnějších položek odpovídá minulosti.

Neúročené závazky

Krátkodobé neúročené závazky společnosti PAVUS, a.s. objemem zaostávají za výší krátkodobých aktiv, především krátkodobého finančního majetku. Společnost je financována primárně vlastním kapitálem, nevyužívá úročené cizí zdroje. Dlouhodobé závazky tvoří pouze odložená daň.

Celkový objem krátkodobých závazků v čase poměrně plynule narůstá. Extrémem byl rok 2015, kdy společnost realizovala významný jednorázový projekt, což se projevilo ve skokovém růstu závazků z obchodních vztahů. Po tomto období došlo k návratu na původní hodnoty. V čase nicméně rostou závazky vyplývající z přijatých záloh, jejichž cca polovinu tvoří vyúčtování DPH. Mírně se zvyšují i některé další skupiny závazků, např. ty vůči zaměstnancům, vyplývající z rostoucího objemu mezd, daného jak vývojem průměrné mzdy, tak v posledních letech navyšováním počtu zaměstnanců.

Struktura krátkodobých závazků (v tisících CZK)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	VII-18
Krátkodobé přijaté zálohy	4 326	8 156	5 259	5 735	6 559	10 410	9 886	9 144	12 382
Závazky z obchodních vztahů	225	514	690	840	1 277	13 278	515	1 005	98
Závazky ke společníkům	182	251	238	298	210	230	198	285	140
Závazky k zaměstnancům	926	1 078	1 042	954	996	2 341	1 828	1 769	1 641
Závazky ze SZP	519	648	640	586	611	1 377	1 134	1 090	1 014
Stát - daňové závazky a dotace	306	307	645	515	526	1 283	895	438	748
Jiné závazky	0	0	30	29	36	71	63	101	51
Krátkodobé závazky celkem	6 484	10 954	8 544	8 957	10 215	28 990	14 519	13 832	16 074

Zdroj: výroční zprávy, účetní závěrky

Do budoucna zpracovatel očekává obdobný objem krátkodobých závazků vzhledem k tržbám. S ohledem na budoucí model dluhového financování, které v minulosti nebylo využíváno, je modelováno částečné nahrazení obchodních závazků/záloh provozním úvěrem. Ve srovnání s nejvyššími hodnotami doby obratu přijatých záloh tak může dojít k mírnému, nicméně ne zásadnímu, poklesu. Ostatní položky jsou poměrně málo významné a jsou modelovány dle průměrů minulých let.

Doba obratu krátkodobých závazků (ve dnech)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krátkodobé přijaté zálohy	52,2	71,2	70,1	49,9	56,0	52,0	71,2	73,2
Závazky z obchodních vztahů	5,4	4,2	6,3	6,9	9,6	44,6	48,4	5,9
Závazky ke společníkům	1,4	2,5	2,6	2,4	2,3	1,3	1,5	1,9
Závazky k zaměstnancům	8,8	11,4	11,1	9,1	8,9	10,2	14,6	13,8
Závazky ze SZP	5,0	6,7	6,7	5,6	5,5	6,1	8,8	8,6
Stát - daňové závazky a dotace	2,6	3,5	5,0	5,3	4,7	5,5	7,6	5,1
Jiné závazky	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,6
Krátkodobé závazky celkem	75,5	99,5	101,9	79,4	87,3	120,2	152,5	109,1

Zdroj: vlastní odhad

Časové rozlišení pasivní

Poslední skupinou řazenou do upraveného pracovního kapitálu je časové rozlišení pasivní. V případě společnosti PAVUS, a.s. jde o výdaje příštích období, které tvoří každoročně z větší části prémie. V dalších letech jsou modelovány na podobné úrovni jako v minulosti.

Příloha 27: Výkaz zisku a ztráty – plán

PAVUS, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty (v tisících CZK)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	45 571	46 941	48 353	49 803	51 297	52 836	54 421	56 054	57 735	59 468	61 252
II.	Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A.	Výkonová spotřeba	12 762	14 086	10 130	10 533	10 824	11 096	11 401	11 687	11 865	12 221	12 587
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Náklady vynaložené na prodané zboží	4 102	4 178	4 086	4 333	4 463	4 544	4 680	4 765	4 792	4 936	5 084
2	Spotřeba materiálu a energie	8 660	9 898	6 044	6 200	6 361	6 552	6 721	6 923	7 073	7 286	7 508
3	Služby	1 137	-114	17	-23	-145	-145	-147	-148	-143	-144	-144
B.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.	Aktivace	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
D.	Osobní náklady	29 283	29 763	30 027	30 928	31 856	32 864	33 850	34 865	35 854	36 870	37 976
D.	Matové náklady	20 965	21 360	21 702	22 362	23 021	23 776	24 490	25 224	25 923	26 641	27 441
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	8 318	8 403	8 317	8 566	8 833	9 088	9 360	9 641	9 930	10 228	10 535
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	7 392	7 394	7 374	7 595	7 823	8 058	8 299	8 548	8 805	9 069	9 341
2.2	Ostatní náklady	1 025	1 009	943	971	1 000	1 030	1 061	1 093	1 126	1 160	1 194
E.	Uprava hodnot v provozní oblasti	4 523	4 811	4 859	5 045	5 019	5 013	5 025	4 913	5 151	5 376	5 688
E	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	4 426	4 792	4 840	5 025	4 968	4 992	5 003	4 891	5 342	5 761	6 183
1.1	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - tvrdé	4 426	4 792	4 840	5 025	4 968	4 992	5 003	4 891	5 342	5 761	6 183
1.2	Uprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Uprava hodnot zásob	72	11	12	12	12	13	13	14	14	14	15
3	Uprava hodnot pohledávek	24	8	8	8	8	9	9	9	9	10	10
III.	Ostatní provozní výnosy	228	235	242	249	256	264	272	280	289	297	306
III.	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Tržby z prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Jiné provozní výnosy	228	235	242	249	256	264	272	280	289	297	306
F.	Ostatní provozní náklady	-2 113	-1 613	-307	-393	-400	-407	-414	-420	-427	-434	-441
F.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Dané a poplatky	114	117	121	125	128	132	136	140	144	149	153
4	Rezervy v provozní oblasti a kompenzi náklady příštích období	-2 700	-2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Jiné provozní náklady	273	276	266	269	272	275	278	280	283	285	288
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	233	240	3 174	3 175	3 600	3 866	4 151	4 595	5 507	6 599	7 807
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV.	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní výnosy z podílů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	296	370	333	461	588	686	788	896	1 010	1 130	1 257
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	296	370	333	461	588	686	788	896	1 010	1 130	1 257
I.	Uprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0	0	40	79	77	76	75	74	75	75	76
J.	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0	0	40	79	77	76	75	74	75	75	76
VII.	Ostatní finanční výnosy	114	117	121	125	128	132	136	140	144	149	153
K.	Ostatní finanční náklady	228	223	218	224	231	238	245	252	260	268	276
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	182	264	196	282	408	594	820	1 111	1 506	1 995	2 507
**	Výsledek hospodářství před zdaněním	415	560	3 371	3 457	4 008	4 370	4 756	5 306	6 017	6 894	7 894
L.	Daně z příjmů	29	106	640	667	761	880	994	1 094	1 392	1 432	1 495
L.	Daně z příjmů splatná	29	106	640	667	761	880	994	1 094	1 392	1 432	1 495
2	Daně z příjmů odložené (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodářství po zdanění (+/-)	386	454	2 730	2 800	3 246	3 540	3 852	4 298	5 935	6 103	6 372
III.	Převod podílu na výsledek hospodářství společníků (+/-)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III.	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	386	454	2 730	2 800	3 246	3 540	3 852	4 298	5 935	6 103	6 372
*	Čistý obrát za účetní období	46 124	47 666	49 048	50 637	52 270	53 918	55 618	57 371	59 179	61 043	62 968

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 28: Plán VZZ, horizontální analýza

PAVUS, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty, horizontální analýza

		PAVUS, a.s.											
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
II.	Tržby za prodej zboží	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
A.	Výkonová spotřeba	-28,4%	10,0%	-27,8%	4,0%	2,8%	2,5%	2,8%	2,5%	1,5%	3,0%	3,0%	
1	Náklady vynaložené na prodané zboží	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Spotřeba materiálů a energie	-4,9%	1,9%	-2,2%	6,0%	3,0%	3,0%	1,8%	3,0%	0,6%	3,0%	3,0%	
3	Služby	-35,9%	13,8%	-38,7%	2,6%	2,6%	3,0%	2,6%	3,0%	2,2%	3,0%	3,0%	
B.	Změna stavu zásob vlastních činností	-257,7%	-108,7%	-114,9%	-234,4%	534,8%	0,5%	1,4%	0,3%	-3,2%	0,9%	-0,4%	
C.	Aktivace	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
D.	Osobní náklady	1,9%	1,6%	0,9%	3,0%	3,0%	3,2%	3,0%	3,0%	2,8%	2,8%	3,0%	
1	Mzdové náklady	0,8%	1,9%	1,6%	3,0%	3,0%	3,2%	3,0%	3,0%	2,8%	2,8%	3,0%	
2	Náklady na sociální zabezpečení a ostatní náklady	4,9%	1,0%	-1,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	3,9%	1,4%	-0,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
2.2	Ostatní náklady	13,1%	-1,6%	-6,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
E.	Úprava hodnot v provozní oblasti	41,6%	6,4%	1,0%	3,8%	-0,5%	-0,1%	0,2%	-2,2%	-28,5%	7,7%	2,7%	
1	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	36,9%	8,3%	1,0%	3,8%	-0,5%	-0,1%	0,2%	-2,2%	-28,6%	7,7%	2,7%	
1.1	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	36,9%	8,3%	1,0%	3,8%	-0,5%	-0,1%	0,2%	-2,2%	-28,6%	7,7%	2,7%	
1.2	Úpravy hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - dočasné	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Úprava hodnot zásob	-219,7%	-84,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
3	Úprava hodnot pohledávek	21,0%	-68,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
III.	Ostatní provozní výnosy	-35,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
1	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Tržby z prodaného materiálu	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Jiné provozní výnosy	83,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
F.	Ostatní provozní náklady	-35,2%	-30,3%	-32,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
1	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Zůstatková cena prodaného materiálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
3	Daně a poplatky	-14,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
4	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	-32,9%	-25,9%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
5	Jiné provozní náklady	-14,0%	-1,3%	-1,5%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-87,4%	26,8%	97,7%	0,0%	13,4%	7,4%	7,4%	10,7%	41,6%	1,4%	3,2%	
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní výnosy z podílů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
G.	Náklady vynaložené na prodané podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
V.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
1	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
H.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
VI.	Výnosové úroky a podobné výnosy	412,6%	25,2%	-9,9%	38,2%	27,6%	16,6%	15,0%	13,7%	12,7%	11,8%	11,2%	
1	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	412,6%	25,2%	-9,9%	38,2%	27,6%	16,6%	15,0%	13,7%	12,7%	11,8%	11,2%	
I.	Úpravy hodnot a rezervy ve finanční oblasti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	n.a.	n.a.	n.a.	95,8%	-2,1%	-1,9%	-1,8%	-1,3%	1,6%	1,0%	1,3%	
1	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
2	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	-42,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	-1,9%	-1,8%	-1,3%	1,6%	1,0%	1,3%	
VII.	Ostatní finanční výnosy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
K.	Ostatní finanční náklady	-4,3%	-2,2%	-2,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ	-667,6%	45,6%	-25,8%	48,6%	44,6%	23,6%	20,0%	17,5%	15,4%	14,0%	13,1%	
**	Výsledek hospodaření před zdaněním	-77,2%	35,0%	50,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	38,1%	2,8%	4,4%	
L	Daně z příjmu	-108,1%	35,0%	50,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	38,1%	2,8%	4,4%	
1	Daně z příjmu splatná	n.a.	35,0%	50,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	38,1%	2,8%	4,4%	
2	Daně z příjmu odložená (+/-)	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
**	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	-88,0%	35,0%	50,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	38,1%	2,8%	4,4%	
M.	Převod podílu na výsledek hospodaření společníkům (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
***	VÝSLEDEK HOSPODÁŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	-88,0%	35,0%	50,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	38,1%	2,8%	4,4%	
*	Čistý obrát za účetní období	-2,4%	3,1%	2,9%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 29: Plán VZZ, vertikální analýza

PAVUS, a.s. – plánovaný výkaz zisku a ztráty, vertikální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
II.	Tržby za prodej zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A.	Výkonová spotřeba	28,0%	29,9%	21,0%	21,2%	21,1%	21,0%	21,0%	20,9%	20,6%	20,6%	20,6%
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1	Spotřební materiál a energie	9,0%	8,9%	8,5%	8,7%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,3%	8,3%	8,3%
3	Služby	19,0%	21,0%	12,5%	12,5%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,3%	12,3%	12,3%
B.	Změna stavu zásob vlastních činností	2,9%	-0,2%	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
C.	Aktiva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
D.	Ostatní náklady	64,3%	63,4%	62,1%	62,1%	62,1%	62,2%	62,2%	62,2%	62,1%	62,0%	62,0%
D.	1	46,0%	45,5%	44,9%	44,9%	44,9%	44,9%	45,0%	45,0%	44,9%	44,8%	44,8%
2	Náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a ostatní náklady	18,3%	17,9%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%
2.1	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16,0%	15,8%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
2.2	Ostatní náklady	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
E.	Úprava hodnot v provozní oblasti	9,9%	10,2%	10,0%	10,1%	9,8%	9,9%	9,2%	8,8%	6,1%	6,4%	6,3%
E.	1	9,7%	10,2%	10,0%	10,1%	9,7%	9,4%	9,2%	8,7%	5,0%	6,3%	6,3%
1.1	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	9,7%	10,2%	10,0%	10,1%	9,7%	9,4%	9,2%	8,7%	5,0%	6,3%	6,3%
1.2	Úprava hodnot dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku - trvalé	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Úprava hodnot zásob	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Úprava hodnot pohledávek	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
III.	Ostatní provozní výnosy	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
III.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Tržby z prodaného materiálu	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
F.	Ostatní provozní náklady	5,1%	3,4%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
F.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Zůstatková cena prodaného materiálu	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
4	Daň a poplatky	-5,9%	-4,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Rezervy v provozní oblasti a komplexní náklady příštích období	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
5	Jiné provozní náklady	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
*.	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	0,5%	0,6%	6,6%	6,9%	7,0%	7,3%	7,6%	8,2%	11,3%	11,1%	11,1%
IV.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku - podíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IV.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Výnosy z podílů - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
G.	Ostatní výnosy z podílů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
G.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	Náklady vynaložené na prodané podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
V.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
H.	Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
H.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	Náklady související s ostatním dlouhodobým finančním majetkem	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Výnosové úroky a podobné výnosy - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VI.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní výnosové úroky a podobné výnosy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I.	Úprava hodnot a rezervy ve finanční oblasti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
J.	Nákladové úroky a podobné náklady	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
J.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Nákladové úroky a podobné náklady - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
VII.	Ostatní nákladové úroky a podobné náklady	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
VII.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní finanční výnosy	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
K.	Ostatní finanční náklady	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
*.	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	0,4%	0,6%	0,4%	0,6%	0,8%	0,9%	1,4%	1,6%	1,8%	1,9%	2,1%
**.	Výsleděk hospodaření před zdaněním	0,9%	1,2%	7,0%	7,5%	7,8%	8,3%	9,0%	9,8%	12,1%	12,2%	12,8%
L.	Daň z příjmu	0,2%	0,2%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	2,4%	2,4%	2,4%
L.	1	0,2%	0,2%	1,3%	1,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,8%	2,4%	2,4%	2,4%
2	Daň z příjmu z ostatních (-/+)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
**.	Výsledek hospodaření po zdanění (+/-)	0,7%	1,0%	5,6%	6,2%	6,3%	6,7%	7,3%	8,0%	9,7%	9,8%	10,4%
M.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníků (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
**.	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ (+/-)	0,7%	1,0%	5,6%	6,2%	6,3%	6,7%	7,3%	8,0%	9,7%	9,8%	10,4%
*.	Čistý obrát za účetní období	101,4%	101,5%	101,4%	101,7%	101,9%	102,0%	102,2%	102,3%	102,5%	102,6%	102,8%

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 30: Rozvaha – plán

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva (v tisících CZK)

PAVUS, a.s.													
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
A.	AKTIVA CELKEM	65 954	63 839	67 508	71 197	73 854	76 824	80 125	83 901	89 410	95 087	101 058	
	Pohledávky za upsání základní kapitál		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dlouhodobý majetek	34 933	37 641	37 801	35 764	33 844	32 022	30 285	28 757	28 730	28 536	28 349	
	Dlouhodobý nehmotný majetek	218	156	114	81	72	73	75	76	77	79	81	
	1	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2	Ocenitelná práva	192	130	88	55	46	47	49	50	51	53	
	2.I	Software	192	130	88	55	46	47	49	50	51	53	
	2.II	Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	3	Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	
	5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek											
	5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek											
	5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	
	Dlouhodobý hmotný majetek	34 715	37 485	37 687	35 683	33 772	31 949	30 210	28 681	28 652	28 457	28 268	
	1	Pozemky a stavby	16 127	17 792	18 523	18 516	18 504	18 487	18 466	18 440	18 408	18 372	
	1.I	Pozemky	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	
	1.II	Stavby	15 628	17 293	18 024	18 017	18 005	17 988	17 967	17 941	17 909	17 873	
	2	Hmotné movité věci a jejich soubory	18 509	19 615	19 085	17 089	15 189	13 383	11 665	10 163	10 165	10 007	
	3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. III.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4	Pěstební celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4.I	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4.II	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	
	5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	
	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	1	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. III.	3	Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva (v tisících CZK)

PAVUS, a.s.												
C.		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. II.	Oběžná aktiva	30 819	25 990	29 492	35 211	39 782	44 566	49 598	54 895	60 423	66 286	72 437
C. I.	Zásoby	4 684	4 825	4 835	4 886	5 060	5 235	5 413	5 593	5 769	5 947	6 125
C. I.	1 Materiál	886	913	940	968	997	1 027	1 058	1 090	1 123	1 156	1 191
2	Nedokončená výroba a polotovary	3 798	3 912	3 895	3 918	4 062	4 208	4 355	4 503	4 646	4 790	4 934
3	Výrobky a zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.I	Výrobky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.II	Zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	4 368	4 499	4 634	4 773	4 916	5 063	5 215	5 372	5 533	5 699	5 870
C. II.	1 Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.III	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.IV	Odpovědná daňová pohledávka	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.V	Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	4 368	4 499	4 634	4 773	4 916	5 063	5 215	5 372	5 533	5 699	5 870
2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	3 165	3 260	3 358	3 459	3 562	3 669	3 779	3 893	4 009	4 130	4 254
2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.IV	Pohledávky ostatní	1 203	1 239	1 276	1 314	1 354	1 394	1 436	1 479	1 524	1 569	1 616
	Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stát - daňové pohledávky	570	587	604	623	641	660	680	701	722	743	766
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	317	326	336	346	356	367	378	389	401	413	425
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Jiné pohledávky	317	326	336	346	356	367	378	389	401	413	425
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	1 Podíl - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	21 767	16 666	20 023	25 552	29 806	34 268	38 970	43 930	49 121	54 641	60 442
C.IV.	1 Peněžní prostředky v pokladně	109	83	100	128	149	171	195	220	246	273	302
2	Peněžní prostředky na účtech	21 658	16 583	19 923	25 424	29 657	34 096	38 775	43 710	48 876	54 367	60 139
D.	Časové rozlišení	203	209	215	221	228	235	242	249	257	264	272
1	Naklady příštích období	190	196	201	208	214	220	227	234	241	248	255
2	Komplexní naklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	13	13	13	14	14	15	15	16	16	17	17

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál (v tisících CZK)

[illegible]

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje (v tisících CZK)

PAVUS, a.s.		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
B. + C.	Cizí zdroje	15 506	13 861	15 721	17 529	17 858	18 202	18 563	18 950	19 431	19 909	20 408
B.	Rezervy	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
B.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C.	Závazky	13 506	13 861	15 721	17 529	17 858	18 202	18 563	18 950	19 431	19 909	20 408
C. I.	Dlouhodobé závazky	1 669	1 669	2 997	4 251	4 160	4 069	3 978	3 896	3 879	3 843	3 805
C. I.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.I	Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Závazky k úvěrovým institucím	0	0	1 328	2 582	2 491	2 400	2 309	2 227	2 210	2 174	2 136
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8	Odložený daňový závazek	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669	1 669
9	Závazky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9.I	Závazky ke společníkům	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9.II	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
9.III	Jiné závazky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Krátkodobé závazky	11 837	12 192	12 724	13 278	13 698	14 133	14 585	15 055	15 552	16 067	16 603
C. II.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1	Vyměnitelné dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.I	Ostatní dluhopisy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Závazky k úvěrovým institucím	0	0	166	344	375	411	451	497	557	622	695
3	Krátkodobé přijaté zálohy	7 596	7 824	8 059	8 301	8 550	8 806	9 070	9 342	9 623	9 911	10 209
4	Závazky z obchodních vztahů	950	978	1 007	1 038	1 069	1 101	1 134	1 168	1 203	1 239	1 276
5	Krátkodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
7	Závazky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8	Závazky ostatní	3 292	3 390	3 492	3 597	3 705	3 816	3 930	4 048	4 170	4 295	4 424
8.I	Závazky ke společníkům	253	261	269	277	285	294	302	311	321	330	340
8.II	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.III	Závazky k zajištěním	1 456	1 500	1 545	1 591	1 639	1 688	1 738	1 791	1 844	1 900	1 957
8.IV	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	886	913	940	968	997	1 027	1 058	1 090	1 123	1 156	1 191
8.V	Stát - daňové závazky a dotace	633	652	672	692	712	734	756	779	802	826	851
8.VI	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
8.VII	Jiné závazky	63	65	67	69	71	73	76	78	80	83	85
D.	Časové rozlišení	2 532	2 608	2 686	2 767	2 850	2 935	3 023	3 114	3 208	3 304	3 403
1	Výdaje příštích období	2 532	2 608	2 686	2 767	2 850	2 935	3 023	3 114	3 208	3 304	3 403
2	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto (v tisících CZK)

		PAVUS, a.s.											
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
A.	AKTIVA CELKEM BRUTTO	156 224	158 920	167 447	176 181	183 858	191 840	200 166	208 856	217 879	227 342	237 201	
	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	Dlouhodobý majetek	124 569	132 069	137 069	140 057	143 135	146 305	149 570	152 934	156 398	159 966	163 641	
	Dlouhodobý nehmotný majetek	1 139	1 251	1 326	1 371	1 417	1 465	1 514	1 564	1 616	1 669	1 725	
	1	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2	Ocenitelná práva	1 113	1 225	1 300	1 345	1 391	1 439	1 488	1 538	1 590	1 643	
	2/I	Software	1 113	1 225	1 300	1 345	1 391	1 439	1 488	1 538	1 590	1 643	
	2/II	Ostatní ocenitelná práva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	3	Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. I.	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5/I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5/II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26	
	Dlouhodobý hmotný majetek	123 431	130 818	135 743	138 686	141 718	144 841	148 057	151 370	154 782	158 296	161 916	
	1	Pozemky a stavby	43 976	46 601	48 351	49 397	50 474	51 584	52 727	53 904	55 116	56 365	
	1/I	Pozemky	499	499	499	499	499	499	499	499	499	499	
	1/II	Stavby	43 477	46 102	47 852	48 898	49 975	51 085	52 228	53 405	54 617	55 866	
	2	Hmotné movité věci a jejich soubory	79 376	84 138	87 313	89 210	91 165	93 178	95 251	97 387	99 587	101 853	
	3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. II.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4/I	Pěstební celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4/II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4/III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	
	5/I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5/II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	79	79	79	79	79	79	79	79	79	79	
	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	1	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
B. III.	Podíly - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	3	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	4	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	5	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	6	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7/I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	7/II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto (v tisících CZK)

PAVUS, a.s.												
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C.	Oběžná aktiva BRUTTO	90 270	95 080	99 940	104 985	110 004	115 017	120 041	124 955	128 470	132 255	136 143
C. I.	Zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. I.	1. Materiál	89 636	94 428	99 268	104 293	109 291	114 283	119 285	124 176	127 668	131 429	135 292
	2. Nedokončená výroba a polotovary	921	1 096	1 213	1 290	1 345	1 391	1 439	1 488	1 538	1 590	1 644
	3. Výrobky a zboží	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	3.I Výrobky	921	1 096	1 213	1 290	1 345	1 391	1 439	1 488	1 538	1 590	1 644
	3.II Zboží	921	1 096	1 213	1 290	1 345	1 391	1 439	1 488	1 538	1 590	1 644
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.I Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	1.III Pohledávky - podstatný vliv	88 716	93 333	98 056	103 003	107 946	112 891	117 846	122 688	126 130	129 839	133 648
	1.IV Odložená daňová pohledávka	27 850	28 810	29 828	30 881	31 970	33 096	34 260	35 464	36 708	37 993	39 321
	1.V Pohledávky - ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společnosti	27 850	28 810	29 828	30 881	31 970	33 096	34 260	35 464	36 708	37 993	39 321
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	60 866	64 523	68 228	72 122	75 976	79 795	83 586	87 224	89 422	91 846	94 327
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Krátkodobé pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.I Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.III Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2.IV Pohledávky ostatní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Pohledávky za společnosti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. III.	Podíl - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	Peněžní prostředky	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C. IV.	1. Peněžní prostředky v pokladně	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2	Peněžní prostředky na účtech	633	652	672	692	712	734	756	779	802	826	851
D.	Časové rozlišení	380	391	403	415	427	440	454	467	481	496	510
	1. Náklady příštích období	380	391	403	415	427	440	454	467	481	496	510
2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 31: Plánovaná rozvaha, horizontální analýza

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva – horizontální analýza												
PAVUS, a.s.												
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A.	AKTIVA CELKEM		-7,8%	-3,2%	5,7%	5,5%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	6,6%	6,3%
	Pohledávky za upsaný základní kapitál			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B.	Dlouhodobý majetek		9,6%	7,8%	0,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-5,4%	-0,1%	-0,7%	-0,7%
	Dlouhodobý nehmotný majetek		-10,3%	-28,7%	-27,0%	-28,7%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
B. I.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Orentelná práva		-11,5%	-32,6%	-32,4%	-37,3%	-16,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
2	Software		-11,5%	-32,6%	-32,4%	-37,3%	-16,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	Ostatní ocenitelná práva		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Goodwill		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	nehmotný majetek											
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek		9,8%	8,0%	0,5%	-5,3%	-5,4%	-5,4%	-5,1%	-0,1%	-0,7%	-0,7%
	Dlouhodobý hmotný majetek											
B. II.	Pozemky a stavby		41,8%	10,3%	4,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
	1. I		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory		43,7%	10,7%	4,2%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
	1. II		-8,2%	6,0%	-2,7%	-10,5%	-11,1%	-11,9%	-12,8%	-12,9%	-1,6%	-1,5%
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Pěstební celky trvalých porostů		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	4. I		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. II	Dospělá zvířata a jejich skupiny		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	4. III		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	majetek											
5. I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5. II		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Dlouhodobý finanční majetek											
B. III.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Podíly - podstatný vliv		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Podíly - podstatný vliv		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Zápůjčky a úvěry - ostatní		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostatní dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. I	Jiný dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Jiný dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva – horizontální analýza

PAVUS, a.s.												
C.		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.	Oběžná aktiva											
	Zásoby											
	1 Materiál	-27.5%	3.0%	0.2%	1.1%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%
	2 Nedokončená výroba a polotovary	-25.7%	3.0%	-0.4%	0.6%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%
	3 Výrobky a zboží	-100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3.I Výrobky		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3.II Zboží	-100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4 Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny												
5 Poskytnuté zálohy na zásoby												
C. II.	Pohledávky	25.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	Dlouhodobé pohledávky											
	1.I Pohledávky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.III Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.IV Odložená daňová pohledávka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.V Pohledávky - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Jiné pohledávky											
	2 Krátkodobé pohledávky	25.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	2.I Pohledávky z obchodních vztahů	44.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	2.II Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.III Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.IV Pohledávky ostatní	-5.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
		Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Stát - daňové pohledávky		0.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Krátkodobé poskytnuté zálohy		-9.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Dohadné účty aktivní		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jiné pohledávky		-11.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Krátkodobý finanční majetek												
C. III.	Podliv - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. IV.	Peněžní prostředky	-26.4%	-23.4%	20.1%	27.6%	16.6%	15.0%	13.7%	12.7%	11.8%	11.2%	10.6%
	1 Peněžní prostředky v pokladně	-26.0%	-23.4%	20.1%	27.6%	16.6%	15.0%	13.7%	12.7%	11.8%	11.2%	10.6%
	2 Peněžní prostředky na účtech	-26.4%	-23.4%	20.1%	27.6%	16.6%	15.0%	13.7%	12.7%	11.8%	11.2%	10.6%
D.	Časové rozlišení	37.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	1 Naklady přístřích období	40.7%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	2 Komplexní náklady přístřích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3 Příjmy přístřích období		5.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	PASIVA CELKEM		-7,8%	-3,2%	5,7%	3,7%	4,0%	4,3%	4,7%	5,6%	6,4%	6,3%
A.	Vlastní kapitál		-1,4%	-1,1%	3,7%	4,4%	4,8%	5,1%	5,6%	8,0%	7,6%	7,5%
A. I.	Základní kapitál		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. I.	1	Základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2	Vlastní podíl (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3	Změny základního kapitálu	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. II.	Ážio a kapitálové fondy		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. II.	1	Ážio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Kapitálové fondy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.I	Ostatní kapitálové fondy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.IV	Rozdíly z přeměny obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.V	Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. III.	Fondy ze zisku		1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
A. III.	1	Ostatní rezervní fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2	Statutární a ostatní fondy	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	3,9%	3,8%	3,7%	3,5%	3,4%	3,3%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)		30,1%	-9,5%	-8,8%	27,0%	22,2%	22,8%	21,0%	19,5%	24,0%	20,0%
A. IV.	1	Nerozdělený zisk minulých let	30,1%	-9,5%	-8,8%	27,0%	22,2%	22,8%	21,0%	19,5%	24,0%	20,0%
	2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)		-88,0%	35,0%	503,8%	2,6%	15,9%	9,0%	8,8%	11,6%	2,8%	4,4%
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
B. + C.	Cizí zdroje	-23,2%	-10,6%	13,4%	11,5%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,5%	2,5%	2,5%
B.	Rezervy	-57,4%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B.	1 Rezerva na důchody a podobné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Rezerva na daň z příjmů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-50,0%	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní rezervy	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C.	Závazky	-12,9%	2,6%	13,4%	11,5%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,5%	2,5%	2,5%
C. I.	Dlouhodobé závazky	0,0%	0,0%	79,6%	41,8%	-2,2%	-2,2%	-2,1%	-0,8%	-0,9%	-1,0%	-1,0%
C. I.	1 Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.II Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	n.a.	n.a.	94,4%	-3,5%	-3,7%	-3,8%	-3,6%	-0,7%	-1,7%	-1,7%
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Závazky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8	Odložený daňový závazek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
9	Závazky - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	9.I Závazky ke společníkům	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	9.II Dohadné účty pasivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	9.III Jiné závazky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. II.	Krátkodobé závazky	-14,4%	3,0%	4,4%	4,4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%	3,3%
C. II.	1 Vydané dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.II Ostatní dluhopisy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Závazky k úvěrovým institucím	n.a.	n.a.	n.a.	106,9%	9,2%	9,5%	9,7%	10,2%	12,1%	11,7%	11,7%
3	Krátkodobé přijaté zálohy	-16,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
4	Závazky z obchodních vztahů	-5,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
5	Krátkodobé směnky k úhradě	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Závazky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8	Závazky ostatní	-10,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	8.I Závazky ke společníkům	-11,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	8.II Krátkodobé finanční výpomoci	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	8.III Závazky k zajišťovacím	-17,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	8.IV Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	-18,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	8.V Stát - daňové závazky a dotace	44,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	8.VI Dohadné účty pasivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	8.VII Jiné závazky	-37,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
D.	Časové rozlišení	-6,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
1	Výdaje příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Výnosy příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto – horizontální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A.	AKTIVA CELKEM BRUTTO											
	Pohledávky za upsaný základní kapitál	-0,6%	1,7%	5,4%	5,2%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,5%	4,3%
B.	Dlouhodobý majetek											
	Dlouhodobý nehmotný majetek	6,4%	6,0%	3,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	11,0%	9,9%	6,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
	1 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Ocenitelná práva	11,3%	10,1%	6,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
	2.I Software	11,3%	10,1%	6,1%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
2.II	Ostatní ocenitelná práva	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Goodwill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	6,4%	6,0%	3,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
B. II.	1 Pozemky a stavby	14,7%	6,0%	3,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
1.I	Pozemky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.II	Stavby	14,9%	6,0%	3,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	2,3%	6,0%	3,8%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.I	Pěstební celky trvalých porostů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B. III.	1 Podíl - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Podíl - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto – horizontální analýza

PAVUS, a.s.													
C.		Oběžná aktiva BRUTTO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.	Zásoby	-25,2%	-21,4%	-15,3%	13,2%	19,0%	12,8%	11,9%	11,2%	10,6%	10,0%	9,6%	9,2%
C. I.	1	Materiál	-23,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,5%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,1%	3,1%
	2	Nedokončená výroba a polotovary	-25,7%	3,0%	-0,4%	0,6%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,2%	3,1%	3,0%
	3	Výrobky a zboží	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3.I	Výrobky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3.II	Zboží	-100,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	5	Poskytnuté zálohy na zásoby	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. II.		Pohledávky	24,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
C. II.	1	Dlouhodobé pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.II	Pohledávky - ovládané nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.IV	Odloužená daňová pohledávka	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	1.V	Pohledávky - ostatní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Dlouhodobé poskytnuté zálohy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Jiné pohledávky	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2		Krátkodobé pohledávky	24,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	40,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	2.II	Pohledávky - ovládané nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.III	Pohledávky - podstatný vliv	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2.IV	Pohledávky ostatní	-5,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
		Pohledávky za společnosti	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Stát - daňové pohledávky	0,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
		Krátkodobé poskytnuté zálohy	-9,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
		Dohadné účty aktivní	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Jiné pohledávky	-11,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
C. III.		Krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. III.	1	Podilly - ovládaná nebo ovládající osoba	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. IV.		Peněžní prostředky	-26,4%	-23,4%	20,1%	27,6%	16,6%	15,0%	13,7%	12,7%	11,8%	11,2%	10,6%
C. IV.	1	Peněžní prostředky v pokladně	-26,0%	-23,4%	20,1%	27,6%	16,6%	15,0%	13,7%	12,7%	11,8%	11,2%	10,6%
	2	Peněžní prostředky na účtech	-26,4%	-23,4%	20,1%	27,6%	16,6%	15,0%	13,7%	12,7%	11,8%	11,2%	10,6%
D.		Časové rozlišení	37,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	1	Náklady příštích období	40,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
	2	Komplexní náklady příštích období	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	3	Příjmy příštích období	5,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 32: Plánovaná rozvaha, vertikální analýza

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva – vertikální analýza												
PAVUS, a.s.												
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A.	AKTIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.	Dlouhodobý majetek	53,0%	59,0%	56,0%	50,2%	45,8%	41,7%	37,8%	34,3%	32,1%	30,0%	28,1%
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
B. I. 1.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Orentelná práva	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2. I	Software	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2. II	Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	52,6%	58,7%	55,8%	50,1%	45,7%	41,6%	37,7%	34,2%	32,0%	29,9%	28,0%
B. II. 1.	Pozemky a stavby	24,5%	27,9%	27,4%	26,0%	25,1%	24,1%	23,0%	22,0%	20,6%	19,3%	18,1%
1. I	Pozemky	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%
1. II	Stavby	23,7%	27,1%	26,7%	25,3%	24,4%	23,4%	22,4%	21,4%	20,0%	18,8%	17,6%
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	28,1%	30,7%	28,3%	24,0%	20,6%	17,4%	14,6%	12,1%	11,4%	10,5%	9,8%
3	Oceňovací rozdíly k nabytému majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. I	Pěstitelské celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4. III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
5. I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B. III. 1.	Podíly - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Podíly - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7. I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7. II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva – vertikální analýza

PAVUS, a.s.														
C.				2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C. I.			Oběžná aktiva											
C. I.			Zásoby	46,7%	40,7%	43,7%	49,5%	53,9%	58,0%	61,9%	65,4%	67,6%	69,7%	71,7%
C. I.	1		Materiál	7,1%	7,6%	7,2%	6,9%	6,9%	6,8%	6,8%	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%
				1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
2			Nedokončená výroba a polotovary	5,8%	6,1%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,4%	5,4%	5,2%	5,0%	4,9%
3			Výrobky a zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	3.I		Výrobky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	3.II		Zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4			Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5			Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. II.			Pohledávky	6,6%	7,0%	6,9%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%
C. II.	1		Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.I		Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.II		Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.III		Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.IV		Odložená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.V		Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2			Krátkodobé pohledávky	6,6%	7,0%	6,9%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%
	2.I		Pohledávky z obchodních vztahů	4,8%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%	4,3%	4,2%
	2.II		Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2.III		Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2.IV		Pohledávky ostatní	1,8%	1,9%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%	1,7%	1,6%
			Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Stát - daňové pohledávky	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
			Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
			Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
			Jiné pohledávky	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%
C. III.			Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. III.	1		Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	2		Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. IV.			Peněžní prostředky	33,0%	26,1%	29,7%	35,9%	40,4%	44,6%	48,6%	52,4%	54,9%	57,5%	59,8%
C.IV.	1		Peněžní prostředky v pokladně	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
	2		Peněžní prostředky na účtech	32,8%	26,0%	29,5%	35,7%	40,2%	44,4%	48,4%	52,1%	54,7%	57,2%	59,5%
D.			Časové rozlišení	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
	1		Náklady příštích období	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
	2		Komplexní náklady příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	3		Příjmy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, vlastní kapitál – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	PASIVA CELKEM	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Vlastní kapitál	72,7%	74,2%	72,7%	71,5%	72,0%	72,5%	73,1%	73,7%	74,7%	75,6%	76,4%
A. I.	Základní kapitál	53,9%	55,7%	52,7%	49,9%	48,1%	46,3%	44,4%	42,4%	39,8%	37,4%	35,2%
A. I. 1	Základní kapitál	53,9%	55,7%	52,7%	49,9%	48,1%	46,3%	44,4%	42,4%	39,8%	37,4%	35,2%
2	Vlastní podíl (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Změny základního kapitálu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II.	Ážio a kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. II. 1	Ážio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.I	Ostatní kapitálové fondy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.II	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.III	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.IV	Rozdíly z přeměny obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.V	Rozdíly z ocenění při přeměně obchodních korporací (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. III.	Fondy ze zisku	6,8%	7,1%	6,8%	6,5%	6,4%	6,2%	6,0%	5,8%	5,5%	5,2%	4,9%
A. III. 1	Ostatní rezervní fondy	5,2%	5,4%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,3%	4,1%	3,8%	3,6%	3,4%
2	Statutární a ostatní fondy	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let (+/-)	11,4%	10,7%	9,2%	11,1%	13,1%	15,4%	17,9%	20,4%	22,8%	26,6%	30,0%
A. IV. 1	Nerozdělený zisk minulých let	11,4%	10,7%	9,2%	11,1%	13,1%	15,4%	17,9%	20,4%	22,8%	26,6%	30,0%
2	Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Jiný výsledek hospodaření minulých let (+/-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	0,5%	0,7%	4,0%	3,9%	4,4%	4,6%	4,8%	5,1%	6,6%	6,4%	6,3%
A. VI.	Rozhodnuto o zálohové výplatě podílu na zisku (-)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, cizí zdroje – vertikální analýza

PAVUS, a.s.												
B. + C.	Cizí zdroje	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
B.	Rezervy	23,5%	21,7%	23,3%	24,6%	24,2%	23,7%	23,2%	22,6%	21,7%	20,9%	20,2%
B.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Rezerva na důchody a podobné závazky											
2	Rezerva na daň z příjmů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Ostatní rezervy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C.	Závazky	20,5%	21,7%	23,3%	24,6%	24,2%	23,7%	23,2%	22,6%	21,7%	20,9%	20,2%
C. I.	Dlouhodobé závazky	2,5%	2,6%	4,4%	6,0%	5,6%	5,3%	5,0%	4,6%	4,3%	4,0%	3,8%
C. I.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Vydané dluhopisy											
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.II Ostatní dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Závazky k úvěrovým institucím	0,0%	0,0%	2,0%	3,6%	3,4%	3,1%	2,9%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%
3	Dlouhodobé přijaté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Závazky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Dlouhodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Závazky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8	Odložený daňový závazek	2,5%	2,6%	2,5%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	1,7%
9	Závazky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	9.I Závazky ke společníkům	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	9.II Dohadné účty pasivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	9.III Jiné závazky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. II.	Krátkodobé závazky	17,9%	19,1%	18,8%	18,7%	18,5%	18,4%	18,2%	17,9%	17,4%	16,9%	16,4%
C. II.	1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Vydané dluhopisy											
	1.I Vyměnitelné dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	1.II Ostatní dluhopisy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Závazky k úvěrovým institucím	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,7%	0,7%
3	Krátkodobé přijaté zálohy	11,5%	12,3%	11,9%	11,7%	11,6%	11,5%	11,3%	11,1%	10,8%	10,4%	10,1%
4	Závazky z obchodních vztahů	1,4%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%
5	Krátkodobé směnky k úhradě	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
6	Závazky - ovládaná nebo ovládaná osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
7	Závazky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8	Závazky ostatní	5,0%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,4%
	8.I Závazky ke společníkům	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
	8.II Krátkodobé finanční výpomoci	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8.III Závazky k zajištěním		2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%
8.IV Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění		1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
8.V Stát - daňové závazky a dotace		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
8.VI Dohadné účty pasivní		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8.VII Jiné závazky		0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
D.	Časové rozlišení	3,8%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%
1	Výdaje příštích období	3,8%	4,1%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%
2	Výnosy příštích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, stálá aktiva brutto – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.											
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	AKTIVA CELKEM BRUTTO	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B.	Dlouhodobý majetek	79,7%	83,1%	81,9%	79,5%	77,9%	76,3%	74,7%	73,2%	71,8%	70,4%	69,0%	
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
B. I.	1 Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Ocenitelná práva	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
2.I	Software	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
2.II	Ostatní ocenitelná práva	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Ostatní dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	79,0%	82,3%	81,1%	78,7%	77,1%	75,5%	74,0%	72,5%	71,0%	69,6%	68,3%	
B. II.	1 Pozemky a stavby	28,1%	29,3%	28,9%	28,0%	27,5%	26,9%	26,3%	25,8%	25,3%	24,8%	24,3%	
1.I	Pozemky	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
1.II	Stavby	27,8%	29,0%	28,6%	27,8%	27,2%	26,6%	26,1%	25,6%	25,1%	24,6%	24,1%	
2	Hmotné movité věci a jejich soubory	50,8%	52,9%	52,1%	50,6%	49,6%	48,6%	47,6%	46,6%	45,7%	44,8%	43,9%	
3	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.I	Pěstební celky trvalých porostů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.II	Dospělá zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4.III	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.I	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5.II	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
B. III.	1 Podíl - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
2	Zápůjčky a úvěry - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
3	Podíl - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
4	Zápůjčky a úvěry - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
5	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíl	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
6	Zápůjčky a úvěry - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7	Ostatní dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7.I	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
7.II	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Zdroj: vlastní odhad

PAVUS, a.s. – plánovaná rozvaha, oběžná aktiva brutto – vertikální analýza

		PAVUS, a.s.										
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
C.												
C. I.	Oběžná aktiva BRUTTO											
	Zásoby	20,1%	16,8%	18,0%	20,4%	22,0%	23,6%	25,2%	26,7%	28,1%	29,5%	30,9%
		3,2%	3,3%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%
C. I.												
1	Material	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
2	Nedokončená výroba a polotovary	2,4%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%
3	Výrobky a zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3.I	Výrobky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3.II	Zboží	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
4	Mladá a ostatní zvířata a jejich skupiny	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5	Poskytnuté zálohy na zásoby	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. II.	Pohledávky	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
C. II.												
1	Dlouhodobé pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.I	Pohledávky z obchodních vztahů	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.IV	Odloužená daňová pohledávka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
1.V	Pohledávky - ostatní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Jiné pohledávky	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Krátkodobé pohledávky	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%
2.I	Pohledávky z obchodních vztahů	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,9%
2.II	Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.III	Pohledávky - podstatný vliv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2.IV	Pohledávky ostatní	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
	Pohledávky za společnosti	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Stát - daňové pohledávky	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
	Dohadné účty aktivní	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Jiné pohledávky	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
C. III.	Krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. III.												
1	Podíly - ovládaná nebo ovládající osoba	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	Ostatní krátkodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
C. IV.	Peněžní prostředky	13,9%	10,5%	12,0%	14,5%	16,2%	17,9%	19,5%	21,0%	22,5%	24,0%	25,5%
C.IV.												
1	Peněžní prostředky v pokladně	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2	Peněžní prostředky na účtech	13,9%	10,4%	11,9%	14,4%	16,1%	17,8%	19,4%	20,9%	22,4%	23,9%	25,4%
D.	Časové rozlišení	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
	Nakladý přístích období	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
2	Komplexní nakladý přístích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
3	Příjmy přístích období	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 33: Plánované poměrové ukazatele

Plánované poměrové ukazatele I.

Ziskové marže	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Hrubá marže	71,0%	69,0%	77,9%	77,6%	77,4%	77,4%	77,3%	77,3%	77,5%	77,4%	77,3%
Marže EBITDA reportované	10,1%	10,7%	16,3%	16,2%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%	16,9%	17,0%	16,9%
Marže EBITDA operační	7,3%	6,3%	16,4%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,3%	16,7%	16,8%	16,8%
Marže provozního zisku	0,5%	0,6%	6,5%	6,3%	6,9%	7,2%	7,5%	8,0%	11,0%	10,8%	10,8%
Marže EBIT operační	-2,3%	-3,8%	6,5%	6,3%	6,7%	6,9%	7,2%	7,8%	10,8%	10,6%	10,6%
Marže zisku před zdaněním	0,9%	1,2%	6,9%	6,8%	7,7%	8,1%	8,6%	9,2%	12,4%	12,3%	12,5%
Marže čistého zisku	0,7%	1,0%	5,6%	5,5%	6,2%	6,6%	6,9%	7,5%	10,0%	10,0%	10,1%

Produktivita práce	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mzdová náročnost tržeb	63,4%	62,4%	61,2%	61,1%	60,9%	61,0%	60,9%	60,8%	60,6%	60,4%	60,3%
Osobní náklady k přidané hodnotě	89,2%	90,4%	78,6%	78,8%	78,7%	78,7%	78,7%	78,6%	78,2%	78,0%	78,0%
Produktivita práce z přidané hodnoty	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Produktivita práce z tržeb	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrný osobní náklad roční	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrná mzda roční	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Průměrná mzda měsíční v CZK	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Likvidita	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Běžná	2,60	2,13	2,32	2,65	2,90	3,15	3,40	3,65	3,89	4,13	4,36
Pohotová	2,21	1,74	1,94	2,28	2,53	2,78	3,03	3,27	3,51	3,76	3,99
Hotovostní	1,84	1,37	1,57	1,92	2,18	2,42	2,67	2,92	3,16	3,40	3,64
Obratovost čistého pracovního kapitálu	2,29	3,35	3,76	2,96	2,39	2,06	1,82	1,62	1,46	1,33	1,23

Dlouhodobá finanční rovnováha	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Debt ratio	0,27	0,26	0,27	0,29	0,28	0,28	0,27	0,26	0,25	0,24	0,24
Equity ratio	0,73	0,74	0,73	0,71	0,72	0,72	0,73	0,74	0,75	0,76	0,76
Debt to equity ratio	0,38	0,35	0,37	0,40	0,39	0,38	0,37	0,36	0,34	0,32	0,31
Úrokové krytí I.	n.a.	n.a.	79,57	40,15	44,91	49,31	54,01	60,78	85,47	85,82	87,52
Úrokové krytí II.	n.a.	n.a.	199,51	103,74	109,49	115,07	121,13	127,28	132,20	135,65	138,04
Podíl dlouhodobého majetku na aktivech	0,53	0,59	0,56	0,50	0,46	0,42	0,38	0,34	0,32	0,30	0,28
Krytí dlouhodobého majetku celkovým dlouhodobým kapitálem	1,42	1,30	1,38	1,54	1,69	1,87	2,06	2,29	2,46	2,65	2,86
Krytí dlouhodobého majetku vlastním kapitálem	1,37	1,26	1,30	1,42	1,57	1,74	1,93	2,15	2,32	2,52	2,72
Teoretická doba splacení dluhů	-7,00	-0,58	-0,12	-0,43	-0,86	-1,28	-1,69	-2,10	-2,52	-2,88	-3,26

Zdroj: vlastní odhad

Plánované poměrové ukazatele II.

Rentabilita	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ROE	0,7%	1,0%	5,7%	5,6%	6,2%	6,5%	6,7%	7,1%	9,2%	8,8%	8,5%
ROA _{EBIT operacní}	-1,5%	-2,8%	4,9%	4,6%	4,8%	5,0%	5,1%	5,5%	7,4%	7,0%	6,8%
ROCE _{EBIT operacní}	-2,0%	-3,6%	6,3%	5,9%	6,2%	6,4%	6,6%	7,0%	9,4%	8,9%	8,5%

Aktivita	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Obrat aktiv	0,66	0,72	0,74	0,72	0,71	0,70	0,69	0,68	0,67	0,64	0,62
Obrat dlouhodobého majetku	1,36	1,29	1,28	1,35	1,47	1,60	1,75	1,90	2,01	2,08	2,15
Obrat zásob	8,18	9,87	10,01	10,25	10,31	10,26	10,22	10,19	10,16	10,15	10,15
Obrat krátkodobých pohledávek	11,63	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59	10,59
Obrat krátkodobých závazků	3,55	3,91	3,88	3,83	3,80	3,80	3,79	3,78	3,77	3,76	3,75
Doba obratu aktiv	550	505	496	508	516	520	526	534	548	566	584
Doba obratu dlouhodobého majetku	267	282	285	270	248	228	209	192	182	176	169
Doba obratu zásob	45	37	36	36	35	36	36	36	36	36	36
Doba obratu pohledávek	31	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Doba obratu krátkodobých závazků	103	93	94	95	96	96	96	97	97	97	97

Ukazatele z cash flow	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Rentabilita vlastního kapitálu z cash-flow	1,5%	7,1%	16,3%	16,2%	16,1%	15,9%	15,8%	15,5%	14,9%	14,5%	14,0%
Krátkodobá likvidita z cash-flow	0,06	0,28	0,63	0,62	0,62	0,62	0,63	0,63	0,63	0,64	0,64
Stupeň oddlužení	0,04	0,23	0,53	0,49	0,47	0,48	0,49	0,50	0,50	0,51	0,52

Zdroj: Vlastní odhad

Příloha 34: Plánované absolutní ukazatele

Plánované absolutní ukazatele (v tisících CZK)

Úrovně výnosů a zisku	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Výnosy	46 214	47 666	49 048	50 637	52 270	53 918	55 618	57 371	59 179	61 043	62 968
Tržby	45 577	46 944	48 353	49 803	51 297	52 836	54 421	56 054	57 735	59 468	61 252
Přidaná hodnota	32 815	32 908	38 223	39 270	40 473	41 741	43 020	44 367	45 871	47 247	48 664
EBITDA reportovaná	4 660	5 088	8 014	8 200	8 598	8 858	9 154	9 486	9 998	10 361	10 673
Provozní zisk	233	296	3 174	3 175	3 600	3 866	4 151	4 595	6 507	6 599	6 810
Zisk před zdaněním	415	560	3 371	3 457	4 008	4 370	4 756	5 306	7 327	7 535	7 867
Čistý zisk	336	454	2 730	2 800	3 246	3 540	3 852	4 298	5 935	6 103	6 373
EBITDA operační	3 373	2 993	8 051	8 198	8 474	8 734	9 028	9 361	9 879	10 240	10 554
EBIT operační	-1 054	-1 799	3 211	3 173	3 476	3 742	4 026	4 470	6 387	6 479	6 691

Čistý pracovní kapitál	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Zásoby	4 684	4 825	4 835	4 886	5 060	5 235	5 413	5 593	5 769	5 947	6 125
Krátkodobé pohledávky	4 368	4 499	4 634	4 773	4 916	5 063	5 215	5 372	5 533	5 699	5 870
Peněžní prostředky a ekvivalenty	21 767	16 666	20 023	25 552	29 806	34 268	38 970	43 930	49 121	54 641	60 442
Časové rozlišení aktivní	203	209	215	221	228	235	242	249	257	264	272
Pracovní kapitál brutto	31 022	26 199	29 707	35 433	40 010	44 801	49 840	55 144	60 680	66 551	72 709
Krátkodobé závazky	11 837	12 192	12 724	13 278	13 698	14 133	14 585	15 055	15 552	16 067	16 603
Časové rozlišení pasivní	2 532	2 608	2 686	2 767	2 850	2 935	3 023	3 114	3 208	3 304	3 403
Čistý pracovní kapitál	16 653	11 398	14 296	19 387	23 462	27 733	32 232	36 975	41 920	47 180	52 703

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 35: Plánované komplexní hodnocení podniku

Metody komplexního hodnocení podniku – bonitní a bankrotní modely – plán

Bonitní a bankrotní modely	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Altmanovo Z' Score pro neobchodované podniky	2,19	2,29	2,43	2,37	2,44	2,53	2,62	2,71	2,87	2,96	3,05
Hodnocení (1,23; 2,90)	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	prosperita	prosperita
IN05	0,87	0,84	1,47	1,45	1,49	1,53	1,57	1,62	1,73	1,76	1,79
Hodnocení (0,90; 1,60)	bankrot	bankrot	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	šedá zóna	tvorba hodnoty	tvorba hodnoty	tvorba hodnoty	tvorba hodnoty
Kralickův rychlý test	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50
Hodnocení (2; 3)	šedá zóna	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita	prosperita

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 36: Korig. provozní výsledek hospodaření

Plánovaný korigovaný provozní výsledek hospodaření (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Provozní výsledek hospodaření	233	296	3 174	3 175	3 600	3 866	4 151	4 595	6 507	6 599	6 810
Tržby z prodeje neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tržby z prodeje materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zůstatková cena prodaného materiálu, neprovozního oběžného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy neprovozního dlouhodobého majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tvorba opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zúčtování opravných položek spojených s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další výnosy spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Další náklady spojené s neprovozním majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provozní výsledek zohledňující pouze hlavní podnikatelskou činnost	233	296	3 174	3 175	3 600	3 866	4 151	4 595	6 507	6 599	6 810
Změna stavu vnitropodnikových zásob vlastní výroby	1 317	-114	17	-23	-145	-145	-147	-148	-143	-144	-144
Přijaté úroky z provozně nutného krátkodobého finančního majetku	156	263	205	231	261	273	285	297	309	320	333
Další finanční výnosy plynoucí z provozně nutného majetku	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanční náklady spojené s provozně nutným majetkem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH)	-928	673	3 363	3 430	4 006	4 285	4 583	5 040	6 958	7 064	7 286
Sazba DPPO	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Upravená daň z příjmů	-176	128	639	652	761	814	871	958	1 322	1 342	1 384
Core EBIT (KPVH) po daních	-751	545	2 724	2 778	3 244	3 471	3 713	4 082	5 636	5 722	5 902
Tvorba opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	96	19	20	20	21	21	22	23	23	24	25
Zúčtování opravných položek a rezerv týkajících se provozního majetku	2 700	2 000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Odpisy provozně nutného oběžného majetku (zejména pohledávky)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní výnosy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ostatní nepeněžní náklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Core EBIT (KPVH) po daních upravený o nepeněžní operace	-3 355	-1 436	2 743	2 798	3 265	3 492	3 735	4 105	5 660	5 746	5 927
Odpisy provozně potřebného dlouhodobého majetku	4 426	4 792	4 840	5 025	4 998	4 992	5 003	4 891	3 492	3 761	3 863
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	1 071	3 356	7 583	7 823	8 263	8 484	8 737	8 996	9 151	9 507	9 789

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 37: Volné peněžní toky

Plánované volné peněžní toky (v tisících CZK)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Core EBITDA po daních upravená o nepeněžní operace	1 071	3 356	7 583	7 823	8 263	8 484	8 737	8 996	9 151	9 507	9 789
Brutto investice do provozně potřebných stálých aktiv	7 500	7 500	5 000	2 988	3 078	3 170	3 265	3 363	3 464	3 568	3 675
Změna provozně potřebného pracovního kapitálu v brutto	-389	191	196	247	254	261	269	277	286	294	303
FCFF	-6 040	-4 336	2 387	4 588	4 931	5 052	5 203	5 355	5 401	5 645	5 811
Nákladové úroky po zdanění	0	0	33	64	63	61	60	60	61	61	62
Změna úročeného cizího kapitálu	0	0	1 494	1 432	-60	-56	-51	-37	44	29	36
FCFE	-6 040	-4 336	3 849	5 955	4 808	4 935	5 092	5 259	5 384	5 612	5 785

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 38: Náklady kapitálu

Náklady kapitálu

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze
Bezriziková sazba	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,161%	2,754%
Nezadlužená beta	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563	0,563
Riziková přírůžka trhu	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%	4,769%
Koeficient vlivu rizika země na daný podnik	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699	0,699
Riziková přírůžka země	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%
Prémie za malou společnost	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%	3,580%
Náklady vlastního kapitálu nezadlužené	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,333%	9,926%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze
Riziko selhání země	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%	0,720%
Podíl volatility akciového a dluhopisového trhu	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Úprava podílu volatilit dle modifikace BUUS	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Riziková přírůžka země	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%	1,296%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze
Cizí kapitál k 1.1.	0	0	0	1 494	2 926	2 866	2 810	2 760	2 723	2 767	2 795	2 831
Podíl cizího kapitálu k 1.1.	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%
Podíl vlastního kapitálu k 1.1.	100,0%	100,0%	100,0%	97,6%	95,3%	95,4%	95,6%	95,7%	95,8%	95,7%	95,7%	95,6%
Podíl cizího a vlastního kapitálu k 1.1.	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	4,9%	4,8%	4,6%	4,5%	4,4%	4,5%	4,5%	4,6%
Náklady vlastního kapitálu zadlužené	8,89%	8,99%	9,03%	9,20%	9,35%	9,34%	9,32%	9,31%	9,30%	9,30%	9,30%	9,88%

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2. fáze
Náklady cizího kapitálu nominální	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%	2,701%
Daňová sazba	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Náklady cizího kapitálu po dani	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%	2,19%
Průměrné vážené náklady kapitálu	8,89%	8,99%	9,03%	9,03%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,00%	9,00%	8,99%	9,55%

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 39: Podklady pro pokračující hodnotu

Podklady pro pokračující hodnotu (v tisících CZK)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Přírůstek KPVH před odpisy po daních	-1 523	3 497	850	-3 129	1 506	-1 221	242	4 430	1 810	-6 232	1 742
Přírůstek KPVH po daních	-137	1 539	690	-2 319	1 518	-1 288	-785	4 479	-601	-3 274	6 678
Investice netto	-1 596	-1 031	1 342	-3 255	957	4 498	-3 771	3 004	3 686	49	-2 283
Tempo růstu tržeb	9,7%	21,2%	-3,2%	2,7%	-12,9%	9,2%	15,2%	-0,4%	48,5%	-12,5%	-8,9%
Tempo růstu PNIK	-4,5%	-3,1%	4,1%	-9,6%	3,1%	14,2%	-10,4%	9,2%	10,4%	0,1%	-5,8%
Tempo růstu core EBITDA po daních	-34,2%	119,2%	13,2%	-43,0%	36,3%	-21,6%	5,5%	94,7%	19,9%	-57,1%	37,1%
Tempo růstu core EBIT po daních	-18,1%	248,2%	32,0%	-81,4%	286,2%	-62,9%	-103,1%	-188,5%	-13,5%	-84,9%	1149,9%
Tempo růstu FCFF	-126,9%	528,1%	-41,6%	78,9%	-66,2%	-395,0%	-254,5%	-43,1%	40,9%	-70,0%	325,1%
Rentabilita PNIK (core EBITDA po daních)	8,3%	19,0%	22,2%	12,2%	18,4%	14,0%	12,9%	28,0%	30,8%	12,0%	16,4%
Rentabilita PNIK (core EBIT po daních)	1,8%	6,4%	8,7%	1,6%	6,6%	2,4%	-0,1%	13,7%	10,9%	1,5%	18,5%
Rentabilita investic netto	-6,6%	-96,4%	-67,0%	-172,7%	-46,6%	-134,6%	-17,4%	-118,8%	-20,0%	-88,8%	13740,3%
Míra investic	-257,4%	-47,7%	47,1%	-613,4%	46,7%	591,2%	15908,2%	67,4%	95,6%	8,4%	-31,5%
Obrát investovaného kapitálu	0,85	1,08	1,08	1,06	1,02	1,08	1,09	1,22	1,65	1,31	1,19

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Přírůstek KPVH před odpisy po daních	-5 359	2 285	4 227	240	441	220	254	258	156	356	282
Přírůstek KPVH po daních	-8 010	1 296	2 179	54	467	226	242	369	1 554	85	180
Investice netto	2 685	2 899	356	-1 790	-1 666	-1 560	-1 468	-1 250	259	101	115
Tempo růstu tržeb	-2,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Tempo růstu PNIK	7,3%	7,3%	0,8%	-4,2%	-4,1%	-4,0%	-3,9%	-3,4%	0,7%	0,3%	0,3%
Tempo růstu core EBITDA po daních	-83,3%	213,3%	126,0%	3,2%	5,6%	2,7%	3,0%	3,0%	1,7%	3,9%	3,0%
Tempo růstu core EBIT po daních	-110,4%	-172,5%	400,0%	2,0%	16,8%	7,0%	7,0%	10,0%	38,1%	1,5%	3,1%
Tempo růstu FCFF	-210,2%	-28,2%	-155,1%	92,2%	7,5%	2,5%	3,0%	2,9%	0,9%	4,5%	2,9%
Rentabilita PNIK (core EBITDA po daních)	2,9%	8,5%	17,8%	18,2%	20,1%	21,5%	23,1%	24,7%	26,0%	26,8%	27,6%
Rentabilita PNIK (core EBIT po daních)	-2,0%	1,4%	6,4%	6,5%	7,9%	8,8%	9,8%	11,2%	16,0%	16,2%	16,6%
Rentabilita investic netto	350,8%	48,3%	75,2%	15,2%	-26,1%	-13,6%	-15,5%	-25,2%	-124,3%	33,0%	177,9%
Míra investic	-357,3%	532,3%	13,1%	-64,4%	-51,3%	-45,0%	-39,5%	-30,6%	4,6%	1,8%	2,0%
Obrát investovaného kapitálu	1,23	1,18	1,14	1,16	1,25	1,34	1,44	1,54	1,64	1,68	1,72

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 40: Model diskontovaných peněžních toků

Model diskontovaných peněžních toků (v tisících CZK)														
DCF Entity														
8-12/182019202020212022202320242025202620272028PH														
Náklady vlastního kapitálu po vyladění kapitálové struktury	n _{WACC}		8,89%	8,99%	9,03%	9,20%	9,35%	9,34%	9,32%	9,31%	9,30%	9,30%	9,30%	9,88%
Průměrné vážené náklady kapitálu	WACC		8,89%	8,99%	9,03%	9,03%	9,01%	9,01%	9,01%	9,01%	9,00%	9,00%	9,00%	9,55%
Hodnota podniku brutto PROVOZNÍ k počátku období	H _{brutto}		37 129	49 562	58 354	61 238	62 179	62 853	63 465	63 979	64 385	64 780	64 963	64 991
Cizí kapitál k počátku období	CK	/-	0	0	0	1 494	2 926	2 866	2 810	2 760	2 723	2 767	2 795	2 831
Výsledný podíl cizího kapitálu	CK/K		0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,3%	4,3%	4,4%
Hodnota podniku netto PROVOZNÍ k počátku období	H _{netto}	=	37 129	49 562	58 354	59 744	59 254	59 988	60 655	61 220	61 662	62 013	62 168	62 161
Hodnota neprovozních aktiv k počátku období		+	22 588											
Hodnota podniku netto k počátku období	H _n	=	59 717											
DCF APV														
8-12/182019202020212022202320242025202620272028PH														
Hodnota nezadlužené firmy k počátku období		+	34 595	47 004	55 727	58 540	59 416	60 030	60 580	61 031	61 372	61 699	61 812	61 770
Současná hodnota daňových štítů	DS	+	2 491	2 558	2 627	2 698	2 763	2 823	2 885	2 948	3 014	3 081	3 150	3 221
Hodnota podniku brutto PROVOZNÍ k počátku období	H _{brutto}	=	37 086	49 562	58 354	61 238	62 179	62 853	63 465	63 979	64 385	64 780	64 963	64 991
Cizí kapitál k počátku období	CK	-	0	0	0	1 494	2 926	2 866	2 810	2 760	2 723	2 767	2 795	2 831
Hodnota podniku netto PROVOZNÍ k počátku období	H _{netto}	=	37 086	49 562	58 354	59 744	59 254	59 988	60 655	61 220	61 662	62 013	62 168	62 161
Hodnota provozně nepořtebných aktiv		+	22 588											
Hodnota podniku netto k počátku období	H _n	=	59 674											

Zdroj: vlastní odhad

Příloha 41: Peer group – ocenění tržním srovnáním

Vybraná peer group – identifikace, oborové zařazení

Identifikace společnosti				Obor BICS		
Ticker	Země sídla	Kód země	Web	Level 1	Level 2	Level 3
ACM US Equity	UNITED STATES	US	www.aecom.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
JEC US Equity	UNITED STATES	US	www.jacobs.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
WSP CN Equity	CANADA	CA	www.wsp-pb.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
BAMNB NA Equity	NETHERLANDS	NL	www.bamgroep.nl	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ARCAD NA Equity	NETHERLANDS	NL	www.arcadis.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
WOR AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.worleyparsons.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GVA US Equity	UNITED STATES	US	www.graniteconstruction.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
STN CN Equity	CANADA	CA	www.stantec.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ORANW NA Equity	NETHERLANDS	NL	www.oranjewoudnv.nl	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ATE FP Equity	FRANCE	FR	www.alten.fr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
SWECB SS Equity	SWEDEN	SE	www.swecogroup.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
DOW AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.downergroup.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1946 JP Equity	JAPAN	JP	www.toenec.co.jp/english/index.html	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ALT FP Equity	FRANCE	FR	www.altran.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
AKA FP Equity	BELGIUM	BE	www.akka.eu	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ABG SM Equity	SPAIN	ES	www.abengoa.es	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
AFB SS Equity	SWEDEN	SE	www.af.se	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
MND AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.monadelphous.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1961 JP Equity	JAPAN	JP	www.sanki.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
SPX LN Equity	BRITAIN	GB	www.spiraxsarcoengineering.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1926 JP Equity	JAPAN	JP	www.ralto.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
KVAER NO Equity	NORWAY	NO	www.kvaerner.no	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
9744 JP Equity	JAPAN	JP	www.meitec.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
KTOS US Equity	UNITED STATES	US	www.kratosdefense.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1954 JP Equity	JAPAN	JP	www.n-koel.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
MG US Equity	UNITED STATES	US	www.mistrasgroup.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
VSEC US Equity	UNITED STATES	US	www.vsecorp.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
EISA CI Equity	CHILE	CL	www.ei.cl	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
RCDO LN Equity	BRITAIN	GB	www.ricardo.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
022100 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.poscoict.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
CTO LN Equity	BRITAIN	GB	www.tclarke.co.uk	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
2498 JP Equity	JAPAN	JP	www.ackg.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
EXPO US Equity	UNITED STATES	US	www.exponent.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
002150 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.dohwa.co.kr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1799 JP Equity	JAPAN	JP	www.daiichi-kensetsu.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
028100 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.dage.co.kr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
9624 JP Equity	JAPAN	JP	www.chodai.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
MSW PW Equity	POLAND	PL	www.mostostal.waw.pl/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1914 JP Equity	JAPAN	JP	www.jafec.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
WYG LN Equity	BRITAIN	GB	www.wyg.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
2153 JP Equity	JAPAN	JP	www.ej-hds.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GDWN LN Equity	BRITAIN	GB	www.noreva.de	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GCS AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.gcs-group.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ORON IT Equity	ISRAEL	IL	www.oron-group.co.il	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GNG AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.gres.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
037440 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.heerim.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
VANLN LN Equity	BRITAIN	GB	www.van-elle.co.uk	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
SRG AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.srglimited.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
MULTI NO Equity	NORWAY	NO	www.multiconsult.no	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
9797 JP Equity	JAPAN	JP	www.ne-con.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
9765 JP Equity	JAPAN	JP	www.k-ohba.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
KWGR GR Equity	GERMANY	DE	www.khd.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
LYL AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.lycopodium.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1758 JP Equity	JAPAN	JP	www.taiyokiso.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
013700 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.swcamus.co.kr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
LUDN IT Equity	ISRAEL	IL	www.ludan.co.il	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GIRO FP Equity	FRANCE	FR	www.signaux-girod.fr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
6091 JP Equity	JAPAN	JP	www.wescohd.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1771 JP Equity	JAPAN	JP	www.kanyu.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
9764 JP Equity	JAPAN	JP	www.gikenko.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
PND PW Equity	POLAND	PL	www.polnord.pl/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
001260 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.namkwang.co.kr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
ITI US Equity	UNITED STATES	US	www.iteris.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
6171 JP Equity	JAPAN	JP	www.dksiken.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
INL PW Equity	POLAND	PL	www.introl.pl	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
054220 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.vitzrosys.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
INY SM Equity	SPAIN	ES	www.inypsa.es	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
2311 JP Equity	JAPAN	JP	www.epco.co.jp/	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
TPG LN Equity	BRITAIN	GB	www.tpggroup.uk.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
EURO SS Equity	SWEDEN	SE	www.eurocon.se	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
4840 JP Equity	JAPAN	JP	www.trilis.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
MTB DC Equity	DENMARK	DK	www.monthor.dk	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
045390 KS Equity	SOUTH KOREA	KR	www.daeati.co.kr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
HRPK GR Equity	GERMANY	DE	www.colexon.de	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
SPIE FP Equity	FRANCE	FR	www.spie.com	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
CVL SP Equity	AUSTRALIA	AU	www.civmec.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
TPS IM Equity	ITALY	IT	www.tps-group.it	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
DCG AU Equity	AUSTRALIA	AU	www.decimil.com.au	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
GTT FP Equity	FRANCE	FR	www.gtt.fr	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services
1434 JP Equity	JAPAN	JP	www.jesco.co.jp	Industrials	Engineering & Construction Svcs	Engineering Services

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní výběr

Vybraná peer group – nezadlužená beta, pětileté průměry ukazatelů

Identifikace společnosti	Nezadlužená beta		Pětileté průměry ukazatelů				
	31.07.2018	Beta	P/E	P/BV	P/S	P/CF	EV/EBITDA
ACM US Equity	31.7.2018	0,82	18,26	1,40	0,32	7,21	10,90
JEC US Equity	31.7.2018	0,99	15,59	1,48	0,56	11,30	16,08
WSP CN Equity	31.7.2018	0,75	20,10	1,65	0,76	14,01	13,49
BAMNB NA Equity	31.7.2018	0,65		1,23	0,15		11,48
ARCAD NA Equity	31.7.2018	0,79	19,15	1,96	0,55	10,97	8,85
WOR AU Equity	31.7.2018	1,31		1,57	0,49	16,11	16,97
GVA US Equity				2,15	0,73	71,79	14,42
STN CN Equity	31.7.2018	0,56	22,38	2,54	1,36	13,85	11,97
ORANW NA Equity				1,19	0,14	6,17	3,13
ATE FP Equity	31.7.2018	0,56	16,24	2,58	1,06	19,72	12,51
SWECB SS Equity	31.7.2018	0,66	22,60	4,35	1,18	17,12	14,47
DOW AU Equity	31.7.2018	0,86	22,06	1,15	0,31	5,00	8,12
1946 JP Equity			13,12	0,65	0,28	59,20	
ALT FP Equity	31.7.2018	0,43	18,13	2,32	0,94	16,64	14,62
AKA FP Equity	31.7.2018	0,33	25,45	2,95	0,55	13,14	14,02
ABG SM Equity					0,21		
AFB SS Equity			17,92	4,26	1,11	20,32	
MND AU Equity	31.7.2018	1,50	14,21	3,07	0,69	13,56	9,38
1961 JP Equity			18,31	0,70	0,34		6,16
SPX LN Equity	31.7.2018	0,49	24,18	5,85	3,67	20,20	16,63
1926 JP Equity	31.7.2018	0,78	9,91	1,16	0,57	13,72	3,41
KVAER NO Equity	31.7.2018	1,12	31,12	1,13	0,33		
9744 JP Equity	31.7.2018	0,88	21,60	3,27	1,46	13,99	9,69
KTOS US Equity				1,56	0,63		66,72
1954 JP Equity	31.7.2018	0,76	11,72	0,72	0,42		7,98
MG US Equity	31.7.2018	0,60	36,86	2,55	0,97	12,91	17,71
VSEC US Equity	31.7.2018	0,77	14,18	1,60	0,66	7,96	9,35
EISA CI Equity	31.7.2018	0,14		1,50	0,62		
RCDO LN Equity	31.7.2018	0,26	20,13	3,08	1,37	18,12	10,05
022100 KS Equity				2,61	0,98	46,52	12,23
CTO LN Equity	31.7.2018	0,43		1,58	0,11		3,81
2498 JP Equity			7,16	0,63	0,11		
EXPO US Equity	31.7.2018	0,87	32,52	5,09	4,37	22,62	22,20
002150 KS Equity	31.7.2018	1,01					
1799 JP Equity	31.7.2018	0,11	7,79	0,57	0,57	51,38	
028100 KS Equity	31.7.2018	1,14	20,18	0,71	0,32		1,72
9624 JP Equity	31.7.2018	0,77	14,38	0,50	0,22		
MSW PW Equity				1,00	0,12		
1914 JP Equity				0,47	0,50		
WYG LN Equity				2,73	0,49		34,64
2153 JP Equity	31.7.2018	0,49		0,41	0,26		
GDWN LN Equity			15,67	2,37	1,35	13,72	10,16
GCS AU Equity				0,64	0,55	5,56	
ORON IT Equity	31.7.2018	0,04					
GNG AU Equity	31.7.2018	0,57	12,28	3,32	0,76		8,25
037440 KS Equity	31.7.2018	0,41		1,25	0,43		10,07
VANL LN Equity	31.7.2018	0,22					
SRG AU Equity			18,90	0,60	0,32	6,55	4,54
MULTI NO Equity	31.7.2018	0,08					12,07
9797 JP Equity	31.7.2018	0,45	8,71	0,71	0,24		2,02
9765 JP Equity	31.7.2018	0,58	12,17	1,40	0,56	14,13	10,78
KWG GR Equity				0,82	0,88		
LYL AU Equity	31.7.2018	-0,03		1,57	0,63		6,12
1758 JP Equity			8,55	0,52	0,29		8,83
013700 KS Equity	31.7.2018	1,19		0,84	0,29		8,51
LUDN IT Equity	31.7.2018	0,26		0,89	0,12		5,46
GIRO FP Equity				0,31	0,21	4,70	5,21
6091 JP Equity	31.7.2018	0,35	9,46	0,43	0,49	5,67	
1771 JP Equity			4,85	0,56	0,16	6,80	
9764 JP Equity			16,80	0,54	0,26	4,45	4,58
PND PW Equity				0,39	1,34		
001260 KS Equity					0,24		
ITI US Equity				2,51	1,23		
6171 JP Equity	31.7.2018	0,59					
INL PW Equity	31.7.2018	-0,05	72,75	1,68	0,54	14,11	10,40
054220 KS Equity	31.7.2018	1,15		1,06	0,80		
INY SM Equity					1,10		38,23
2311 JP Equity	31.7.2018	0,46	38,59	2,99	2,74	29,59	16,61
TPG LN Equity				1,14	1,12		58,76
EURO SS Equity	31.7.2018	0,39	15,83	3,34	1,01	22,91	
4840 JP Equity	31.7.2018	0,43		0,57	1,41	19,97	
MTB DC Equity				1,57			
045390 KS Equity	31.7.2018	0,79	21,29	1,56	1,37		32,77
HRPK GR Equity	31.7.2018	0,02	17,40	1,16	2,70	5,00	8,99
SPIE FP Equity	31.7.2018	0,41					12,57
CVL SP Equity	31.7.2018	-0,19	15,04	1,63	0,59		11,80
TPS IM Equity	31.7.2018	0,30					
DCG AU Equity	31.7.2018	0,64		0,74	0,45		
GTT FP Equity							9,00
1434 JP Equity	31.7.2018	0,27					12,82

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní výběr

Vybraná peer group – ukazatele za rok 2017 I.

Identifikace společnosti	P/E				P/BV				P/CF			
	P/E	Average	High	Low	P/BV	Average	High	Low	P/CF	Average	High	Low
ACM US Equity	15,91	19,08	22,59	15,15	1,45	1,55	1,83	1,23	8,23	6,46	8,23	5,12
JEC US Equity	18,76	16,93	19,08	15,11	1,58	1,56	1,76	1,40	12,10	9,75	12,10	8,70
WSP CN Equity	25,13	22,98	26,98	19,61	2,09	1,81	2,13	1,55	15,52	13,33	15,65	11,37
BAMNB NA Equity	76,62	28,36	76,62	20,29	1,23	1,55	1,77	1,12	15,92	19,06	21,75	13,74
ARCAD NA Equity	23,24	21,19	26,28	15,59	1,68	1,37	1,70	1,01	10,83	9,72	12,06	7,15
WOR AU Equity	83,11	100,01	132,63	72,84	1,49	1,25	1,66	0,91	35,28	12,36	35,28	8,93
GVA US Equity	39,55	43,45	53,16	36,46	2,68	2,44	2,98	2,04	17,27	29,42	36,05	17,27
STN CN Equity	26,06	25,88	28,08	23,12	2,11	1,97	2,14	1,76	15,20	12,78	15,20	11,41
ORANW NA Equity	9,75	28,32	31,32	9,75	1,20	1,24	1,37	1,03	7,28	3,87	7,28	3,21
ATE FP Equity	15,75	21,45	23,99	15,75	2,79	3,31	3,70	2,79	25,44	21,64	25,44	19,18
SWECB SS Equity	17,77	25,70	29,78	17,77	3,63	4,41	5,11	3,63	20,48	20,55	23,79	17,12
DOW AU Equity	17,91	14,58	18,91	9,58	1,28	1,31	1,69	0,86	7,02	5,57	7,23	3,66
1946 JP Equity	10,06	11,62	15,21	9,92	0,59	0,62	0,82	0,53	5,83	218,06	286,32	5,83
ALT FP Equity	17,18	21,19	23,56	17,18	2,60	2,96	3,29	2,60	14,90	24,25	26,99	14,90
AKA FP Equity	23,15	68,12	79,69	23,15	4,05	4,36	5,09	3,42	16,03	14,06	16,40	11,01
ABG SM Equity	0,09	0,09	0,09	0,09								
AFB SS Equity	18,88	19,19	20,85	17,20	5,66	5,99	6,51	5,37	22,53	22,41	24,35	20,09
MND AU Equity	22,78	15,32	22,78	10,65	3,48	2,79	3,63	1,94	11,79	13,14	17,13	9,15
1961 JP Equity	12,96	10,67	12,86	9,10	0,71	0,67	0,76	0,57	5,61	10,86	12,30	5,57
SPX LN Equity	26,21	31,82	35,88	25,48	6,80	7,37	8,31	5,90	25,64	24,21	27,28	19,38
1926 JP Equity	8,76	10,36	11,68	8,76	1,12	1,32	1,49	1,12	13,36	8,61	13,36	7,38
KVAER NO Equity	8,23	38,86	52,26	8,23	1,33	1,21	1,62	0,99		1,89	2,53	1,55
9744 JP Equity	16,48	14,49	17,53	12,03	3,40	3,05	3,69	2,53	12,84	16,92	20,51	12,84
KTOS US Equity					2,14	2,75	3,69	1,88				
1954 JP Equity	14,95	21,05	27,37	12,55	0,90	0,76	0,98	0,45	7,71	100,99	131,68	7,71
MG US Equity	60,41	23,38	60,41	18,46	2,45	2,26	2,76	1,79	12,08	9,14	12,08	7,25
VSEC US Equity	13,45	19,08	24,74	13,45	1,79	1,93	2,50	1,53	10,41	10,45	13,52	8,26
EISA CI Equity	172,46	15,16	172,46	10,77	1,58	1,59	1,83	1,18				
RCDO LN Equity	16,60	18,20	21,19	13,44	2,66	3,35	3,90	2,47	26,92	19,95	26,92	14,71
02100 KS Equity	30,25	35,65	43,14	28,76	3,17	2,81	3,40	2,27	57,13	141,15	171,15	57,13
CTO LN Equity	6,05	11,86	13,84	6,05	2,08	2,38	2,77	1,76	4,98	8,32	9,70	4,98
2498 JP Equity	8,44	8,39	11,00	6,04	0,85	0,73	0,95	0,52	3,48	4,66	6,12	3,36
EXPO US Equity	37,42	40,93	48,59	35,78	6,34	6,03	7,15	5,27	27,63	25,48	30,23	22,26
002150 KS Equity	14,05	129,96	146,32	14,05	0,71	0,72	0,81	0,64	14,28	16,87	18,94	14,28
1799 JP Equity	7,87	6,91	7,91	6,20	0,49	0,46	0,53	0,42	15,56	2,12	15,56	1,85
028100 KS Equity	7,73	12,11	14,45	7,73	0,85	0,92	1,10	0,70	3,47	2,68	3,47	2,03
9624 JP Equity	7,52	69,39	109,68	7,48	0,66	0,47	0,74	0,28	3,12	3,68	5,80	2,23
MSW PW Equity	35,69	12,93	35,69	5,64	0,74	1,73	2,53	0,74				
1914 JP Equity		10,65	14,27	9,49	0,44	0,42	0,56	0,37	13,92	9,06	13,92	8,06
WYG LN Equity	27,73	29,55	35,63	23,00	2,03	2,86	3,45	2,03	34,58	34,58	34,58	34,58
2153 JP Equity		5,81	6,85	4,86	0,41	0,36	0,43	0,30	4,89	10,59	12,52	4,87
GDWN LN Equity	19,05	15,70	19,05	12,42	1,30	1,61	1,93	1,27	21,93	13,77	21,93	10,87
GCS AU Equity	10,17	10,17	10,17	10,17	0,83	0,72	0,87	0,47	7,25	4,06	7,25	2,64
ORON IT Equity	28,23	17,11	28,23	13,52	1,87	1,90	2,21	1,50				
GNNG AU Equity	17,48	11,96	17,48	7,79	4,61	4,46	5,97	2,91		12,70	16,99	8,29
037440 KS Equity	16,13	29,32	32,34	16,13	1,16	1,29	1,42	1,16	7,02	8,56	9,43	7,02
VANLN LN Equity	9,34	0,42	9,34	0,26	2,02	0,16	2,02	0,11	6,59	0,37	6,59	0,23
SRG AU Equity	10,62	14,40	18,80	10,06	0,97	1,10	1,44	0,77	11,94	22,97	30,03	11,94
MULTI NO Equity	24,58	10,97	24,58	8,22	3,43	4,59	5,43	3,43	29,63	25,89	30,56	19,50
9797 JP Equity	7,61	9,20	11,18	7,61	0,74	0,77	0,94	0,66	5,00	5,00	5,00	5,00
9765 JP Equity	13,35	10,85	13,42	8,95	1,44	1,33	1,64	1,10	4,07	21,86	27,15	4,07
KWG GR Equity					0,75	0,51	0,75	0,32	10,28	10,28	10,28	10,28
LYL AU Equity	12,16	35,22	41,00	12,16	1,89	1,83	2,13	1,36	2,51	8,84	10,29	2,51
1758 JP Equity	6,51	6,81	7,71	6,16	0,41	0,40	0,45	0,36	9,07	2,50	9,07	2,22
013700 KS Equity	5,30	14,51	20,23	5,30	0,76	0,92	1,28	0,76	5,49	5,49	5,49	5,49
LUDN IT Equity	11,18	12,82	14,06	10,77	1,14	1,36	1,49	1,14	14,38	14,38	14,38	14,38
GIRO FP Equity	285,00	49,54	195,43	34,57	0,35	0,21	0,26	0,15	6,44	2,86	4,42	2,01
6091 JP Equity	7,12	11,88	16,93	7,12	0,49	0,40	0,56	0,33	8,42	7,30	10,39	6,03
1771 JP Equity	5,97	7,33	9,74	5,87	0,58	0,52	0,69	0,42	10,59	17,07	22,69	10,59
9764 JP Equity	7,94	49,27	63,09	7,94	0,43	0,39	0,50	0,29	2,08	4,34	5,55	2,08
PND PW Equity	96,50	96,50	96,50	96,50	0,45	0,41	0,50	0,32	7,03	64,50	78,39	7,03
001260 KS Equity	34,66	34,66	34,66	34,66	1,37	1,73	2,32	1,37	44,03	44,03	44,03	44,03
ITI US Equity					4,39	2,63	4,39	1,62	60,29	60,29	60,29	60,29
6171 JP Equity	48,06	29,06	48,06	16,10	3,17	3,00	4,67	1,67	30,95	24,63	38,32	13,67
INL PW Equity	300,00	21,03	300,00	14,89	1,28	1,52	1,89	1,15	6,50	6,26	7,77	4,72
054220 KS Equity	68,70	44,58	68,70	37,98	1,16	1,10	1,40	0,94	8,69	8,69	8,69	8,69
INY SM Equity	3 100,00	14,99	3 100,00	2,21	1,47	3,67	6,93	1,47				
2311 JP Equity	45,54	32,58	60,75	20,77	5,35	3,45	6,42	2,20	30,74	12,58	30,74	7,98
TPG LN Equity					1,13	1,47	1,80	1,13		11,18	13,68	8,57
EURO SS Equity	13,92	17,28	21,25	13,89	3,88	4,14	5,09	3,33	12,84	12,63	15,52	10,14
4840 JP Equity	24,58	24,58	24,58	24,58	0,64	0,59	0,72	0,51	24,47	52,54	64,51	24,47
MTB DC Equity					1,29	1,31	1,65	0,97	252,23	252,23	252,23	252,23
045390 KS Equity	17,93	12,94	17,93	11,21	1,43	1,69	1,91	1,43	581,97	9,29	581,97	6,01
HRPK GR Equity	17,26	21,83	22,78	17,26	1,31	1,44	1,51	1,31	5,35	5,13	5,35	4,91
SPIE FP Equity	29,33	17,76	29,33	15,39	2,32	2,53	2,92	2,20	13,39	11,13	13,39	9,66
CVLSP Equity	36,90	15,51	36,90	8,99	1,77	1,66	2,13	0,97		7,62	9,83	4,45
TPS IM Equity	13,36	13,36	13,36	13,36	3,59	3,59	3,59	3,59	15,18	15,18	15,18	15,18
DCG AU Equity					0,76	0,67	0,87	0,50				
GTT FP Equity	15,96	12,32	15,96	10,22	13,62	12,27	15,82	10,18	15,88	15,87	20,48	13,18
1434 JP Equity	25,35	11,00	25,35	9,56	1,36	1,32	1,50	1,15	6,59	6,59	6,59	6,59

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní výběr

Vybraná peer group – ukazatele za rok 2017 II.

Identifikace společnosti	EV/S				EV/EBITDA				EV/EBIT			
	EV/S	Average	High	Low	EV/EBITDA	Average	High	Low	EV/EBIT	Average	High	Low
ACM US Equity	0,50	0,51	0,56	0,44	9,71	11,39	12,58	9,68	13,85	23,47	25,94	13,81
JEC US Equity	0,65	0,59	0,67	0,53	12,70	13,78	15,59	12,30	16,67	19,06	21,57	16,66
WSP CN Equity	1,03	0,95	1,10	0,82	13,92	13,13	15,23	11,38	20,73	20,09	23,30	17,42
BAMNB NA Equity	0,13	0,17	0,20	0,12	9,73	12,46	14,29	8,66	29,97	38,52	44,18	26,79
ARCAD NA Equity	0,64	0,57	0,67	0,46	10,34	9,87	11,67	7,90	15,95	16,71	19,76	13,37
WOR AU Equity	0,70	0,42	0,70	0,33	17,68	14,58	18,04	11,65	29,01	24,59	30,43	19,66
GVA AU Equity	0,81	0,85	1,04	0,71	14,75	13,60	16,72	11,38	24,66	23,08	28,37	19,32
STN CN Equity	1,32	1,52	1,62	1,32	12,39	13,76	14,72	12,39	19,67	21,91	23,43	19,67
ORANW NA Equity	0,13	0,10	0,13	0,07	3,12	3,16	3,66	2,38	5,78	8,60	9,96	5,77
ATE FP Equity	1,16	1,37	1,53	1,18	11,78	13,61	15,23	11,95	13,01	15,23	17,04	13,19
SWECB SS Equity	1,38	1,57	1,81	1,33	13,24	15,32	17,65	12,91	16,40	19,46	22,42	16,40
DOW AU Equity	0,69	0,43	0,69	0,28	10,58	5,72	10,58	3,67	19,73	11,43	19,73	7,33
1946 JP Equity	0,23	0,19	0,27	0,15	3,46	3,01	4,31	2,38	5,79	4,66	6,67	3,68
ALT FP Equity	1,19	1,32	1,46	1,20	12,71	13,04	14,41	11,78	13,35	14,75	16,30	13,32
AKA FP Equity	0,88	0,91	1,04	0,73	12,39	17,22	19,79	12,39	15,53	23,79	27,35	15,53
ABG SM Equity	2,91	6,66	6,80	2,73	33,91	31,83	31,83					
AFB SS Equity	2,43	1,46	1,57	1,32	26,44	15,18	16,33	13,87	29,72	16,79	18,06	15,34
MND AU Equity	0,87	0,62	0,87	0,39	10,97	7,30	10,97	4,58	13,54	8,94	13,54	5,60
1961 JP Equity	0,17	0,20	0,25	0,15	4,24	5,01	6,10	3,78	4,75	5,56	6,78	4,20
SPX LN Equity	4,52	5,07	5,71	4,05	17,82	18,52	20,89	14,80	22,68	22,05	24,86	17,62
1926 JP Equity	0,36	0,49	0,58	0,39	3,32	4,53	5,39	3,59	3,80	5,27	6,27	4,18
KVAER NO Equity	0,21	0,06	0,22	0,00	1,76	1,10	3,04	0,01	2,03	1,44	3,96	0,02
9744 JP Equity	1,01	0,99	1,28	0,75	7,87	7,65	9,92	5,83	8,20	7,97	10,34	6,08
KTOS US Equity	1,67	1,92	2,62	1,30	75,37	305,41	416,40	75,37				
1954 JP Equity	0,53	0,61	0,77	0,40	6,82	8,39	10,56	5,45	9,75	10,64	13,40	6,92
MG US Equity	1,17	0,97	1,18	0,79	23,02	9,28	23,02	7,50	196,68	16,88	196,66	13,14
VSEC US Equity	0,94	1,06	1,27	0,91	8,95	9,42	11,31	8,07	13,21	14,18	17,02	12,15
EISA CI Equity	0,75	0,72	0,82	0,57		12,20	13,74	9,54		18,89	21,28	14,77
RCDO LN Equity	1,28	1,52	1,74	1,14	8,85	10,32	11,86	7,78	13,01	14,43	16,58	10,88
022100 KS Equity	1,24	1,10	1,35	0,86	13,82	11,81	14,54	9,28	19,82	18,20	22,42	14,30
CTO LN Equity	0,07	0,09	0,11	0,06	2,58	4,76	5,84	2,58	2,84	5,52	6,77	2,84
2498 JP Equity	0,07	0,11	0,16	0,07	1,70	2,67	3,79	1,65	2,35	3,76	5,34	2,32
EXPO US Equity	4,70	4,71	5,71	4,02	20,88	21,82	26,43	18,60	22,70	23,98	29,05	20,45
002150 KS Equity	0,26	0,33	0,39	0,26	5,30	5,72	6,82	4,68	6,39	7,11	8,48	5,82
1799 JP Equity	0,13	0,07	0,14	0,02	1,05	0,55	1,10	0,18	1,44	0,74	1,52	0,24
028100 KS Equity	0,20	0,32	0,40	0,21	1,39	2,35	2,97	1,43	3,39	8,20	10,36	3,50
9624 JP Equity	0,09	0,09	0,22	0,00	1,22	1,71	4,17	0,03	1,49	2,80	6,81	0,05
MSW PW Equity	0,21	0,17	0,24	0,08	7,17	4,07	7,17	2,03	10,84	5,03	10,84	2,51
1914 JP Equity	0,19	0,15	0,31	0,10	5,91	1,64	7,31	1,09		2,59	5,22	1,75
WYG LN Equity	0,44	0,61	0,73	0,44	11,34	14,03	16,83	11,09	33,98	33,28	39,88	26,28
2153 JP Equity												
GDWN LN Equity	1,13	1,33	1,56	1,10	8,99	9,10	10,65	7,50	14,89	12,92	15,11	10,64
GCS AU Equity	0,65	0,66	0,78	0,47	4,33	4,33	4,33	4,33	5,64	5,64	5,64	5,64
ORON IT Equity	0,58	0,57	0,65	0,47	13,28	7,64	13,41	6,28	25,44	11,47	25,69	9,41
GNG AU Equity	0,80	0,66	0,96	0,34	11,31	6,16	11,30	3,18	12,33	6,59	12,31	3,41
037440 KS Equity	0,51	0,68	0,73	0,54	7,94	14,62	15,70	8,42	9,37	17,66	18,97	9,94
VANLN LN Equity	0,79	1,16	1,42	0,79	5,19	6,78	8,28	5,14	7,69	8,83	10,78	6,69
SRG AU Equity	0,29	0,41	0,57	0,25	4,06	4,97	6,89	3,03	5,80	7,89	10,96	4,81
MULTI NO Equity	0,63	0,75	0,89	0,57	12,93	6,75	12,93	5,08	18,06	7,77	18,06	5,84
9797 JP Equity	0,05	0,08	0,14	0,04	0,90	1,35	2,32	0,71	1,12	1,74	3,00	0,91
9765 JP Equity	0,61	0,68	0,81	0,59	7,63	9,15	10,90	7,89	9,09	11,54	13,74	9,50
KWGR GR Equity	0,27	0,27	0,27	0,27								
LYL AU Equity	0,21	0,59	0,75	0,21	3,42	17,41	22,01	3,42	3,76	25,53	32,28	3,76
1758 JP Equity												
013700 KS Equity	0,32	0,50	0,64	0,32	5,01	13,66	17,36	5,09	5,45	15,67	19,92	5,53
LUDN IT Equity	0,29	0,29	0,30	0,26	5,55	4,30	5,55	3,91	7,66	5,54	7,66	5,03
GIRO FP Equity	0,35	0,34	0,39	0,27	5,90	5,87	6,67	4,74				
6091 JP Equity		0,10	0,19	0,00		1,25	2,33	0,01		1,79	3,34	0,02
1771 JP Equity	0,09	0,07	0,13	0,03	1,71	1,39	2,65	0,64	1,97	1,65	3,14	0,76
9764 JP Equity	0,20	0,27	0,34	0,20	2,61	4,66	5,74	2,69	4,10	11,10	13,70	4,23
PND PW Equity	2,09	3,59	3,94	2,09	26,75	26,75	26,75	26,75	28,12	28,12	28,12	28,12
001260 KS Equity	0,14	0,14	0,27	0,08	7,49	7,51	7,51	7,51	9,08	9,10	9,10	9,10
ITI US Equity	1,65	1,27	2,09	0,70								
6171 JP Equity	1,79	1,48	2,41	0,73	17,82	11,69	19,05	5,73	27,48	15,90	28,15	7,79
INL PW Equity	0,56	0,60	0,72	0,48	9,33	10,81	13,04	8,61	14,86	16,47	19,86	13,12
054220 KS Equity	1,31	1,48	1,77	1,27	27,59	24,53	29,24	21,90	46,78	39,15	46,67	34,96
INY SM Equity	1,81	2,57	3,70	1,48	17,54	44,79	64,55	17,55	22,51	91,05	131,31	22,52
2311 JP Equity	4,06	2,54	5,32	1,38	20,67	39,23	82,46	21,42	25,13	89,47	188,27	26,43
TPG LN Equity	0,80	1,36	2,07	0,79	28,87	36,58	55,83	21,24				
EURO SS Equity	1,24	1,12	1,42	0,87	9,50	10,11	12,87	7,89	10,58	11,59	14,75	9,04
4840 JP Equity		0,65	1,13	0,02		0,46	0,46	0,46				
MTB DC Equity												
045390 KS Equity	1,21	1,11	1,28	0,92	12,09	6,89	12,09	5,74	14,57	7,80	14,57	6,49
HRPK GR Equity	7,88	8,69	8,93	7,88	8,71	9,42	9,67	8,71	20,68	21,96	22,55	20,68
SPIE FP Equity	0,79	0,86	0,97	0,77	12,42	12,78	14,34	11,43	18,49	14,82	18,49	13,25
CVL SP Equity	1,01	0,62	1,01	0,37	15,16	8,24	15,16	4,97	28,49	11,82	28,49	7,12
TPS IM Equity	1,62	2,06	2,44	1,62	7,45	10,23	12,12	7,45	9,19	10,58	12,53	9,19
DCG AU Equity	0,52	0,53	0,69	0,39								
GTT FP Equity	7,59	5,89	7,70	4,82	11,31	9,44	12,35	7,73	12,71	9,85	12,87	8,06
1434 JP Equity	0,66	0,66	0,70	0,62	11,40	11,80	12,62	11,04	18,72	20,27	21,69	18,72

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní výběr

Vybraná peer group – tržní kapitalizace, tempo růstu

Identifikace společnosti	Tržní kapitalizace a enterprise value								CAGR za 5 let		
	Měna	Jednotky	Mcap	Cash a ekvivalenty	Prioritní akcie	Menšinové podíly	Dluh	EV	Tržby	EBITDA	EBIT
ACM US Equity	CZK	MLN	127 654,0	17 663,5	0,0	4 811,5	84 625,8	199 427,7	17,24	53,92	165,50
JEC US Equity	CZK	MLN	154 428,1	17 042,5	0,0	1 298,8	5 241,0	143 925,4	-1,65	-5,88	-8,03
WSP CN Equity	CZK	MLN	104 805,0	3 138,9	0,0	0,0	19 649,0	121 315,1	40,73	37,57	40,29
BAMNB NA Equity	CZK	MLN	26 730,5	17 821,5	0,0	141,9	12 848,1	21 899,0	-1,78		
ARCAD NA Equity	CZK	MLN	42 075,8	6 842,8	0,0	68,7	17 634,2	52 936,0	4,88	0,27	-2,89
WOR AU Equity	CZK	MLN	48 978,0	3 978,5	0,0	-95,0	19 392,9	64 297,5	-11,36	-11,87	-12,79
GVA US Equity	CZK	MLN	53 724,3	7 785,6	0,0	1 013,2	4 769,1	51 721,1	7,49	3,81	4,08
STN CN Equity	CZK	MLN	67 965,9	4 061,4	0,0	50,9	12 542,0	76 497,3	17,07	10,39	5,65
ORANW NA Equity	CZK	MLN	9 553,7	5 080,7	0,0	957,0	2 281,6	7 711,6	6,76	6,94	
ATE FP Equity	CZK	MLN	59 299,1	2 144,4	0,0	42,2	1 464,5	58 661,4	10,52	9,07	8,70
SWECB SS Equity	CZK	MLN	56 245,8	1 485,6	0,0	31,2	5 898,1	60 689,4	17,61	15,48	15,89
DOW AU Equity	CZK	MLN	67 047,7	14 855,1	3 141,3	7 654,5	25 415,2	88 403,5	6,51	-2,68	-11,72
1946 JP Equity	CZK	MLN	11 798,7	8 789,4	0,0	0,0	7 133,5	10 142,7	3,30	12,75	19,69
ALT FP Equity	CZK	MLN	61 224,0	9 854,7	0,0	-768,7	18 649,2	69 249,8	9,41	12,15	12,76
AKA FP Equity	CZK	MLN	23 993,8	11 004,3	0,0	881,1	15 985,1	29 855,6	10,03	4,88	3,86
ABG SM Equity	CZK	MLN	12 301,9	9 978,7	0,0	11 800,6	95 812,4	109 936,3	-28,25	-36,67	
AFB SS Equity	CZK	MLN	73 096,9	579,2	0,0	44,2	7 162,9	79 724,8	16,91	16,66	16,58
MND AU Equity	CZK	MLN	23 112,1	4 254,8	0,0	15,0	242,0	19 114,3	-7,87	-14,17	-14,83
1961 JP Equity	CZK	MLN	13 818,7	9 346,5	0,0	4,3	2 002,7	6 479,2	1,93	15,55	22,49
SPX LN Equity	CZK	MLN	118 832,8	4 369,7	0,0	31,6	15 102,9	129 597,6	8,58	10,93	9,61
1926 JP Equity	CZK	MLN	13 527,5	5 409,7	0,0	0,0	321,3	8 439,1	5,79	22,32	24,88
KVAER NO Equity	CZK	MLN	10 940,1	7 296,6	0,0	0,0	0,0	3 643,4	-5,91	13,46	14,06
9744 JP Equity	CZK	MLN	29 179,4	8 455,5	0,0	0,6	0,0	20 724,5	5,89	9,53	12,52
KTOS US Equity	CZK	MLN	23 238,2	2 753,1	0,0	0,0	6 251,8	26 736,9	-4,95	32,43	
1954 JP Equity	CZK	MLN	10 042,2	3 994,9	0,0	74,4	4 737,5	10 859,2	7,92	8,30	7,17
MG US Equity	CZK	MLN	14 107,1	585,1	0,0	3,7	3 855,4	17 381,1	9,92	-9,37	-35,09
VSEC US Equity	CZK	MLN	11 150,9	13,3	0,0	0,0	4 103,2	15 240,8	6,81	2,11	1,24
EISA CI Equity	CZK	MLN	5 889,3	344,7	0,0	218,7	2 424,8	8 188,2	14,60		
RCDO LN Equity	CZK	MLN	12 309,0	831,4	0,0	8,9	1 960,7	13 447,3	10,59	8,35	6,99
022100 KS Equity	CZK	MLN	25 227,8	1 900,3	0,0	11,2	34,9	23 373,6	-3,37	2,81	14,17
CTO LN Equity	CZK	MLN	977,9	479,8	0,0	0,0	146,5	644,6	9,93	26,24	35,98
2498 JP Equity	CZK	MLN	1 437,2	1 036,0	0,0	0,0	257,8	659,0	8,58	22,03	30,75
EXPO US Equity	CZK	MLN	38 920,9	4 172,1	0,0	0,0	0,0	34 748,8	3,51	4,68	4,57
002150 KS Equity	CZK	MLN	3 318,7	1 299,2	0,0	0,0	91,4	2 098,0			
1799 JP Equity	CZK	MLN	5 821,2	4 363,2	0,0	0,0	1,6	1 459,6	3,97	6,31	8,89
028100 KS Equity	CZK	MLN	2 631,3	1 851,1	0,0	0,1	616,0	1 370,1	3,70	13,58	16,22
9624 JP Equity	CZK	MLN	1 563,9	1 295,4	0,0	19,5	156,4	444,4	6,34	44,09	75,48
MSW PW Equity	CZK	MLN	567,6	590,2	0,0	83,7	1 359,0	1 420,1	-17,79		
1914 JP Equity	CZK	MLN	2 289,2	1 497,6	0,0	0,0	92,5	884,1	5,82	90,18	
WYG LN Equity	CZK	MLN	2 026,2	206,5	0,0	0,0	285,1	2 104,9	3,98	8,28	
2153 JP Equity	CZK	MLN	1 295,2	2 428,3	0,0	0,0	222,7	-910,4	6,05	9,25	11,47
GDWN LN Equity	CZK	MLN	3 695,9	165,0	0,0	134,7	1 059,4	4 725,1	-0,34	-0,49	
GCS AU Equity	CZK	MLN	2 221,7	548,2	0,0	-27,1	481,8	2 128,1	4,32	-12,19	-6,89
ORON IT Equity	CZK	MLN	1 994,5	1 143,5	0,0	-143,9	2 401,1	3 108,1			
GNG AU Equity	CZK	MLN	3 962,4	613,3	0,0	0,0	12,0	3 361,1	19,85	9,77	10,03
037440 KS Equity	CZK	MLN	1 189,3	405,1	0,0	0,0	885,7	1 619,4	1,87	8,66	9,62
VANL LN Equity	CZK	MLN	2 334,6	410,1	0,0	0,6	456,6	2 381,7	23,83		43,66
SRG AU Equity	CZK	MLN	1 466,8	430,0	0,0	0,0	155,3	1 192,0	-2,37	-6,05	
MULTI NO Equity	CZK	MLN	5 178,8	400,4	0,0	0,0	749,3	5 527,7	12,78	0,05	-0,84
9797 JP Equity	CZK	MLN	757,1	607,0	0,0	0,0	5,1	155,2	2,98	5,91	6,43
9765 JP Equity	CZK	MLN	1 970,7	233,3	0,0	0,0	276,0	2 013,4	5,49	23,31	27,62
KWG GR Equity	CZK	MLN	2 837,0	2 183,4	0,0	33,2	2,3	689,1	-14,06		
LYL AU Equity	CZK	MLN	2 201,3	1 500,9	0,0	52,3	23,6	776,4	-4,69	-0,63	0,18
1758 JP Equity	CZK	MLN	579,0	857,1	0,0	0,0	55,8	-222,2	5,35	-1,71	-3,80
013700 KS Equity	CZK	MLN	890,7	289,8	0,0	0,0	493,6	1 094,5	13,61	16,10	18,41
LUDN IT Equity	CZK	MLN	536,1	181,7	0,0	38,5	643,5	1 036,4	5,78	6,13	7,98
GIRO FP Equity	CZK	MLN	674,8	143,2	0,0	6,5	426,7	964,8	-4,14	-14,84	
6091 JP Equity	CZK	MLN	1 247,5	1 390,4	0,0	0,0	18,8	-124,0			
1771 JP Equity	CZK	MLN	500,5	486,1	195,5	0,0	15,0	224,9	1,12	5,07	6,86
9764 JP Equity	CZK	MLN	674,7	516,5	0,0	0,0	410,5	546,0	3,10	31,61	53,58
PND PW Equity	CZK	MLN	1 929,7	732,4	0,0	0,0	2 561,0	3 758,4	0,31		
001260 KS Equity	CZK	MLN	1 177,5	1 035,4	0,0	0,0	188,4	330,5	-21,73		
ITI US Equity	CZK	MLN	4 464,3	459,8	0,0	0,0	0,0	4 004,6	10,95		
6171 JP Equity	CZK	MLN	1 781,9	186,8	0,0	0,0	28,2	1 623,4	9,29		
INL PW Equity	CZK	MLN	977,6	167,7	0,0	6,3	561,8	1 378,0	1,79	-4,78	-9,61
054220 KS Equity	CZK	MLN	1 791,3	258,4	0,0	0,0	605,2	2 138,0	-10,93		
INY SM Equity	CZK	MLN	1 465,2	446,3	0,0	-20,5	277,1	1 275,4	-1,44	6,43	
2311 JP Equity	CZK	MLN	3 023,6	389,8	0,0	0,0	0,0	2 633,8	4,20	-4,98	-7,26
TPG LN Equity	CZK	MLN	1 307,6	630,1	0,0	0,0	0,0	677,5	14,00		
EURO SS Equity	CZK	MLN	787,9	37,3	0,0	0,0	12,4	763,0	8,02	9,05	12,48
4840 JP Equity	CZK	MLN	620,0	695,7	0,0	0,0	41,6	-34,1	-18,81	-21,29	
MTB DC Equity	CZK	MLN	2 078,5	266,2	0,0	0,0	0,0	1 812,3	-100,00		
045390 KS Equity	CZK	MLN	2 513,6	524,2	0,0	33,6	79,6	2 065,7	8,84	5,85	7,52
HRPK GR Equity	CZK	MLN	2 888,3	870,0	0,0	12,3	4 608,3	6 638,9	4,92	26,19	57,65
SPIE FP Equity	CZK	MLN	85 405,9	14 077,3	0,0	75,3	52 796,4	124 200,3	7,64	9,17	2,94
CVL SP Equity	CZK	MLN	5 168,8	400,1	0,0	-5,9	1 031,2	5 793,9	12,72	-2,04	-4,97
TPS IM Equity	CZK	MLN	712,5	40,1	0,0	6,8	110,5	789,7			
DCG AU Equity	CZK	MLN	2 809,1	297,3	0,0	0,0	14,5	2 526,3	-8,29		
GTT FP Equity	CZK	MLN	47 440,7	2 551,0	0,0	0,0	15,9	44 905,6	20,95	26,26	25,01
1434 JP Equity	CZK	MLN	600,8	156,2	0,0	59,0	526,9	1 030,4	71,47		

Zdroj: Bloomberg Terminal, vlastní výběr

